

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

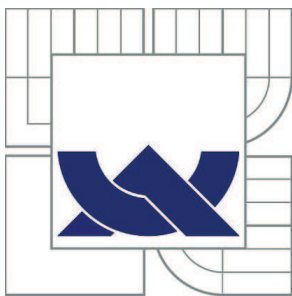
FINANČNÍ INVESTICE PODNIKU

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

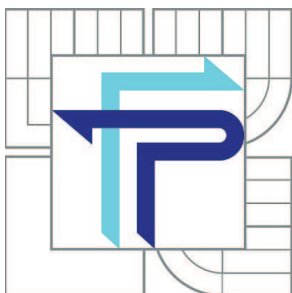
Bc. KAMIL PRACHAŘ

BRNO 2010



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

FINANČNÍ INVESTICE PODNIKU

FINANCIAL INVESTMENT OF THE COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. KAMIL PRACHAŘ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. OLDŘICH REJNUŠ, CSc.

BRNO 2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prachař Kamil, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Finanční investice podniku

v anglickém jazyce:

Financial Investment of the Company

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení a jejich přínos

Závěr

Seznam použité literatury

Seznam odborné literatury:

REJNUŠ, O.: Finanční trhy. 1. vyd. Ostrava, Key Publishing, 2008. ISBN 978-80-87071-87-8

REJNUŠ, O.: Peněžní ekonomie. 4. vyd. Brno: CERM, 2008. ISBN 978-80-214-3703-6

REJNUŠ, O.: Cenné papíry a burzy. 1. vyd. Brno: CERM, 2009. ISBN 978-80-214-3805-7

SYNEK, M. a kolektiv: Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha, Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-1992-4

VALACH, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování, 1. vyd., Praha, Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-38-6

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2010/2011.

L.S.

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA

V Brně, dne 26.12.2010

ANOTACE

Diplomová práce se zabývá analýzou investičních příležitostí na kapitálových trzích. Cílem práce je navrhnout vhodnou investiční strategii a investici podniku na kapitálových trzích vzhledem k současné ekonomické situaci. Práce zohledňuje konkrétní požadavky stanovené investorem.

ANNOTATION

Diploma thesis deals with analysis of investment opportunities in the capital markets. The aim of this thesis is to devise an appropriate investment strategy and financial investment of the company in the capital markets given to the current economic situation. This thesis takes into account the concrete requirements defined by investor.

KLÍČOVÁ SLOVA

Finanční trh, kapitálový trh, finanční investice, finanční investiční instrumenty, akcie, dluhopisy, riziko, výnos, likvidita.

KEY WORDS

Financial market, capital market, investments, financial investment instruments, shares, bonds, risk, return, liquidity.

BIBLIOGRAFICKÁ CITACE

PRACHAŘ, K. *Finanční investice podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2010. 118 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že diplomová práce na téma „Finanční investice podniku“ je původní a zpracoval jsem ji samostatně pod vedením prof. Ing. Oldřicha Rejnuše, CSc. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná a že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 17. ledna 2011

.....

Kamil Prachař

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych poděkoval vedoucímu diplomové práce prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za odborné vedení, cenné rady a čas, který mi věnoval při vytvoření této diplomové práce.

Dále bych chtěl poděkovat Ing. Simoně Podivinské za přijetí role oponenta diplomové práce a vypracování oponentského posudku.

V neposlední řadě děkuji také mé rodině a svým blízkým, kteří mi svoji podporou dopomohli ke zdárnému dokončení diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD	9
1 VYMEZENÍ PROBLÉMU, CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ	10
1.1 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE PRÁCE.....	10
1.2 METODY DIPLOMOVÉ PRÁCE	11
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA.....	12
2.1 FINANČNÍ INVESTICE.....	12
2.1.1 Vymezení finančních investic	12
2.1.2 Finanční investiční instrumenty.....	13
2.1.3 Základní druhy investičních instrumentů	14
2.1.4 Základní („klasické“) investiční nástroje.....	15
2.2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA.....	16
2.2.1 Globální (makroekonomická) akciová analýza	18
2.2.2 Odvětvová (oborová) analýza	20
2.2.3 Analýza jednotlivých akciových společností a jimi emitovaných akcií.....	21
2.3 FAKTORY INDIVIDUÁLNÍ INVESTIČNÍ STRATEGIE.....	34
2.3.1 Výnosnost.....	34
2.3.2 Rizikovitost	35
2.3.3 Likvidita.....	37
2.4 VÝVOJ NA FINANČNÍM TRHU V JEDNOTLIVÝCH FÁZÍCH HOSPODÁŘSKÉHO CYKLU	37
3 ANALÝZA SOUČASNÉ EKONOMICKÉ SITUACE	41
3.1 GLOBÁLNÍ MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA – SVĚTOVÁ EKONOMIKA	41
3.2 MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ V ČESKÉ REPUBLICE	44
3.2.1 Reálný výstup ekonomiky.....	44
3.2.2 Nezaměstnanost	45
3.2.3 Měnová politika	45
3.2.4 Inflace.....	46
3.3 CELKOVÉ ZHODNOCENÍ SOUČASNÉ EKONOMICKÉ SITUACE	47
4 ANALÝZA INVESTIČNÍCH PŘÍLEŽITOSTÍ.....	49
4.1 ČEZ, A.S.	50
4.1.1 Základní informace o společnosti.....	50
4.1.2 Finanční analýza společnosti.....	52
4.1.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie.....	59
4.1.4 SWOT analýza	61
4.2 TELEFÓNICA O2 CZECH REPUBLIC, A.S.	62
4.2.1 Základní informace o společnosti.....	62
4.2.2 Finanční analýza.....	65
4.2.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie.....	71
4.2.4 SWOT analýza společnosti	73
4.3 NEW WORLD RESOURCES N.V.....	74
4.3.1 Základní informace o společnosti.....	74
4.3.2 Finanční analýza společnosti.....	77
4.3.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie.....	83
4.3.4 SWOT analýza společnosti	85
4.4 KOMERČNÍ BANKA	86
4.4.1 Základní informace o společnosti.....	86
4.4.2 Finanční analýza.....	88
4.4.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie.....	96
4.4.4 SWOT analýza společnosti	98

4.5	ERSTE GROUP BANK AG	99
4.5.1	<i>Základní informace o společnosti.....</i>	99
4.5.2	<i>Finanční analýza společnosti.....</i>	101
4.5.3	<i>Stanovení vnitřní hodnoty akcie.....</i>	106
4.5.4	<i>SWOT analýza společnosti</i>	109
4.6	ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY	110
5	VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ A JEJICH PŘÍNOS.....	113
6	ZÁVĚR.....	114
7	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	115
8	SEZNAM PŘÍLOH.....	118

ÚVOD

Dnešní moderní a dynamicky se rozvíjející svět nabízí široké portfolio možností realizace investic. Mezi tyto příležitosti patří také investice na finančních trzích, které jsou díky dynamickému rozvoji informačních technologií, internetu a nových finančních investičních instrumentů dostupné každému z nás.

Možnosti investic do finančních investičních instrumentů, které finanční trh nabízí, mne velice zaujaly. Dokonce mne zaujaly natolik, že jsem se rozhodl věnovat se tomuto oboru i profesně a v současné době mám tu možnost pracovat pro licencovaného obchodníka s cennými papíry, společnost Fio banka, a.s. Tato společnost je největším online brokerem na českém kapitálovém trhu co do počtu aktivně obchodujících klientů.

Jedním z těchto klientů je také společnost LOMAX & Co s.r.o., pro kterou bude tato diplomová práce vypracována. Společnost LOMAX & Co s.r.o. je velice váženým klientem Fio banky, a.s. a proto jsem velice rád přijal úkol od jejího managementu, který je také hlavním cílem této diplomové práce, a to, navrhnout vhodnou investiční strategii na finančních trzích vzhledem k současné ekonomické situaci.

Rád bych také podotknul, že výsledek diplomové práce může poskytnout cenné informace, a to kterémukoli potenciálnímu investorovi, který zvažuje investici na kapitálových trzích za přibližně stejných parametrů, jako právě společnost LOMAX & Co s.r.o. Především bych zmínil podmínkou akceptace zvýšeného rizika investice vložených finančních prostředků, jejichž 100% návratnost nemůže být především na kapitálových trzích garantována. Přestože existuje velké množství finančních investičních instrumentů, každý tento instrument je vždy spojen s určitou mírou rizika.

1 VYMEZENÍ PROBLÉMU, CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

1.1 Vymezení problému a cíle práce

Diplomová práce řeší situaci společnosti LOMAX & Co s.r.o., která disponuje **volnými finančními prostředky**. Finanční prostředky jsou uloženy na běžném bankovním účtu, na kterém jsou kdykoli k dispozici, avšak přináší velice nízké zhodnocení. **Vzhledem k tomu, že se jedná o volné finanční prostředky, které nebude společnost v krátkém až střednědobém časovém horizontu pro své podnikání využívat, zvažuje management společnosti investici do finančních investičních nástrojů kapitálového trhu.** Cílem zamýšlené investice je vyšší zhodnocení těchto finančních prostředků.

Management společnosti LOMAX & Co s.r.o. si je vědom zvýšeného rizika, které je s investicí na kapitálových trzích vždy spojeno. Společnost tedy akceptuje riziko, že v případě nepříznivého vývoje se může hodnota jeho investic i snížit. Pro svoji investici má vyčleněny peněžní prostředky v celkové výši pět milionů korun, které zamýšlí investovat na kapitálových trzích ve střednědobém horizontu, a to na dobu tří let. Požadované zhodnocení volných peněžních prostředků by mělo být vyšší než zhodnocení, které podniku přináší vklady na běžných, spořicích či termínovaných bankovních účtech. Další podmínkou investice je vysoká likvidita a přiměřená rizikovost.

Cílem diplomové práce je navrhnout vhodnou finanční investici společnosti LOMAX & Co s.r.o. na kapitálových trzích s ohledem na současnou ekonomickou situaci.

Diplomová práce má tři parciální cíle.

- **analýza současné ekonomické situace**
- **analýza současných investičních příležitostí na finančních trzích**
- **návrh vhodné investiční strategie a investice.**

1.2 Metody diplomové práce

Při objasnění důležitých pojmů v teoretické oblasti diplomové práce bude využita metoda deskripce.

Ke zjištění současné ekonomické situace bude použita metoda pozorování vývoje důležitých makroekonomických ukazatelů a metoda dedukce ke zjištění faktorů ovlivňujících jejich vývoj. Metoda indukce bude následně použita pro formování predikce na základě zjištěných dat a slovních hodnocení.

Ke zjištění stavu současných investičních příležitostí na finančních trzích se diplomová práce zaměří především na akcie. Vybrané akcie a jejich emitenti budou zkoumány prostřednictvím fundamentální analýzy. Analýza používá pro svou diagnostiku následující metody: výpočtovou a kvantitativní. Důležitá je také metoda srovnávání, při které zjišťujeme co je moc nebo málo, co je dobré nebo špatné. Srovnávání jednotlivé úrovně ukazatelů, charakterizujících aktivitu podniku či výnosnost jsou typickým příkladem.

Pro zhodnocení pyramidových soustav ukazatelů se ve finanční analýze využívá metody kauzální analýzy, která rozkládá syntetické ukazatele do řady vzájemně spjatých analytických ukazatelů, z nichž každý charakterizuje působení jednoho z činitelů ovlivňujících syntetický ukazatel.

V diplomové práci budou využity metody systémové analýzy. Pro stanovení závěrečné analýzy budou použity metody indukce a dedukce. Tyto metody spolu úzce souvisí. Indukcí dospíváme na základě zkoumání jednotlivých jevů z praxe k teoretickým zobecněním, naopak teoretické závěry si dedukcí ověřujeme v praxi.

Všechna data a informace pro metody diplomové práce, pokud není uvedeno jinak, budou získávána nejpozději k datu 30.11.2010.

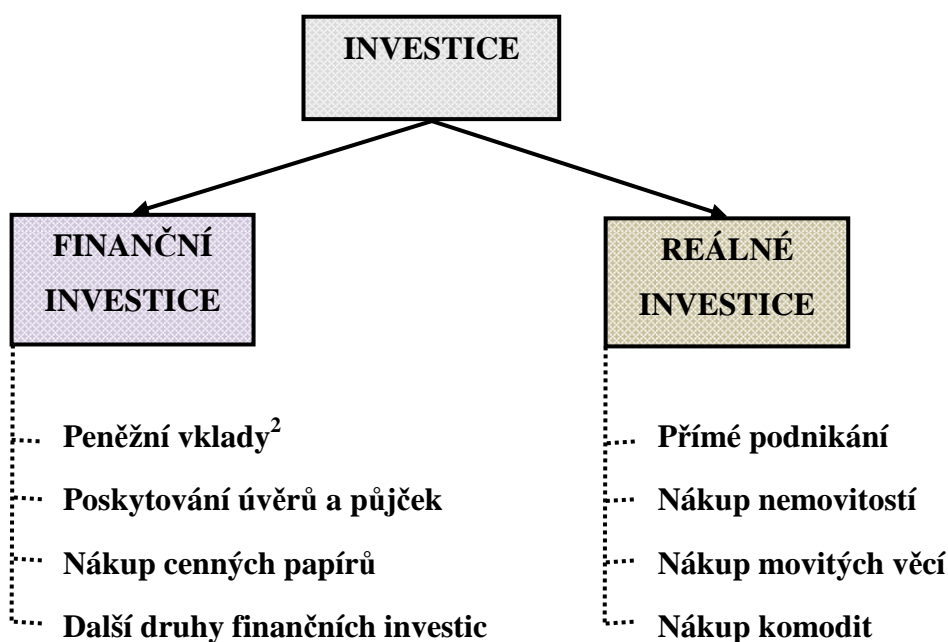
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

2.1 Finanční investice

2.1.1 Vymezení finančních investic

Investicí se všeobecně rozumí záměrné obětování určité přesně známé dnešní hodnoty za účelem získání vyšší, i když ne zcela jisté hodnoty budoucí. **Investoři realizují své investice prostřednictvím nákupů investičních aktiv**, která mohou držet krátkodobě nebo dlouhodobě. Cílem realizace investic je rozmnožení stávajícího bohatství investorů v budoucnosti, **a to tím, že zakoupením získají buď nárok na z nich plynoucí cash flow, nebo spekulují s tím, že jejich ceny v průběhu času stoupnou a oni je později se ziskem prodají.** V praxi se často kombinují oba tyto způsoby.

Investice je možné rozdělit na dvě základní skupiny, kterými jsou „investice reálné“ a „investice finanční“.¹ (3)



Obr. 1: Základní rozdělení investic (3)

¹ Obě tyto skupiny je možné dále mnohem podrobněji členit.

² Peněžní vklady jsou ve své podstatě úvěry poskytované obchodním bankám

Finanční investice mají povahu majetkové, obvykle jen finanční transakce mezi dvěma ekonomickými subjekty, která je zpravidla zaznamenána na určité listině s uvedenými podmínkami. Investor poskytuje své disponibilní peněžní prostředky a získává za ně právně uznatelný dokument, který mu zaručuje určitá práva, jako např.:

- **Právo na navrácení majetku,**
- **Právo na předem určenou odměnu,**
- **Právo podílet se na zisku vytvořeném prostřednictvím finanční investice,**
- **Právo podílet se vlastnický na majetku osoby, která si peněžní prostředky půjčila,**
- **Právo rozhodovat o konkrétním způsobu použití poskytnutých peněžních prostředků,**
- **Další možné druhy práv.¹**

Dokumenty s těmito právy jsou nazývány „**cennými papíry**“. (3)

2.1.2 Finanční investiční instrumenty

„Finanční investiční instrumenty **představují (právní) doklady o tom, že jejich majitelé v minulosti investovali své peněžní prostředky**, přeměnili je na finančním trhu ve finanční kapitál **a že právní důsledky** těchto obchodů **trvají doposud**. Dále je zřejmé i to, že jejich jednotlivé druhy dokladují různý charakter těchto transakcí, jakož i různé druhy práv, jimiž jejich držitelé disponují.“ (3)

Finanční investiční instrumenty jsou investiční nástroje, jejichž prostřednictvím jsou peněžní prostředky investorů přeměňovány ve finanční kapitál. Tím je vykonávána základní funkce každého finančního systému a tou je funkce depozitní a kreditní.² (3)

¹ V případě individuálních smluvních dohod je portfolio možných práv a podmínek prakticky neomezené.

² Bez finančních investičních instrumentů by nebylo možné poskytnout celou řadu finančních služeb, nebylo by možné diverzifikovat portfolia, ani provádět monetární a fiskální politiku.

2.1.3 Základní druhy investičních instrumentů

„Na finančních trzích vyspělých zemí se můžeme setkat s mnoha různými finančními investičními instrumenty. V první řadě zde pochopitelně existují jejich tzv. základní (klasické) druhy, vedle kterých však existují i takové, jež jsou na existenci těchto základních investičních nástrojů různě závislé a tvoří jejich „nástavbu“. A dokonce nemusejí vůbec souviset jen s instrumenty finančními, nýbrž i s nástroji reálnými.“ (3)

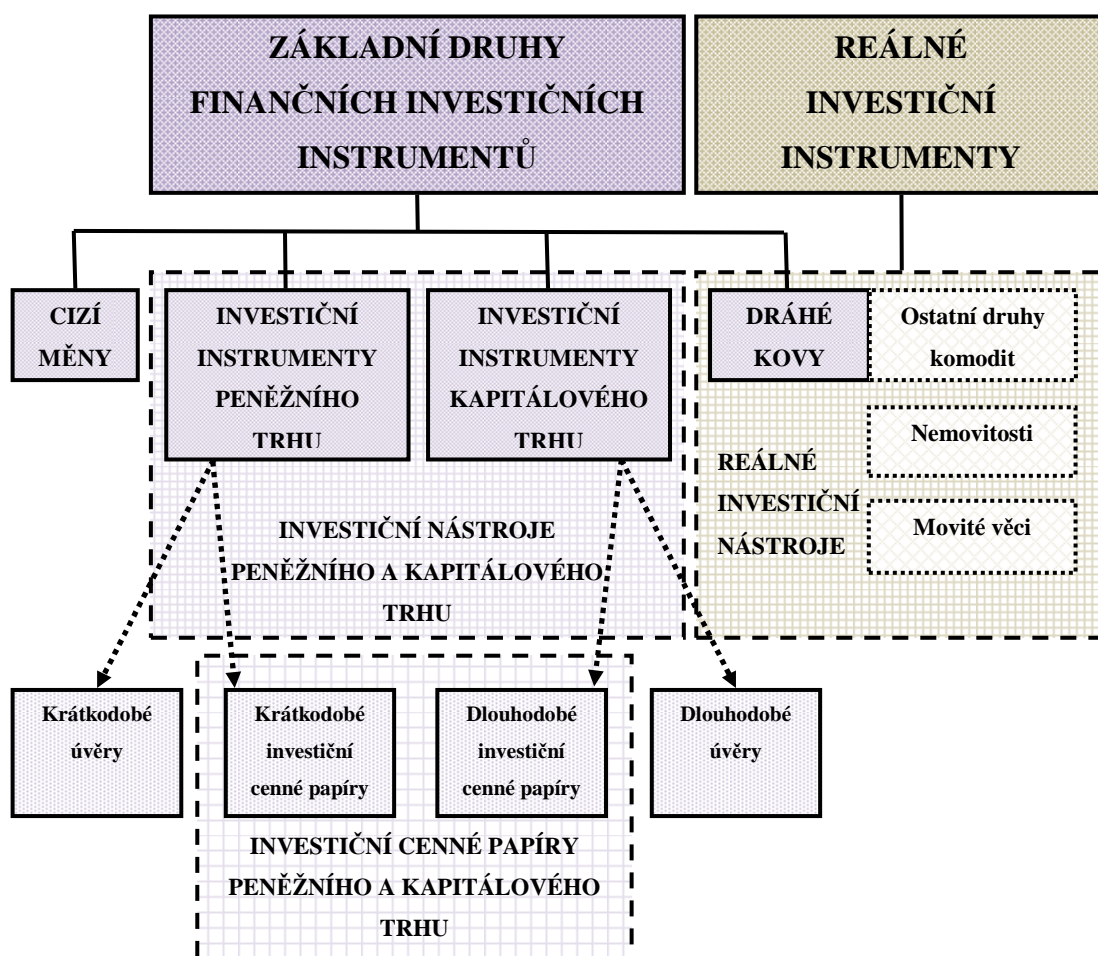
Investiční nástroje je možné členit hned z několika pohledů. Při členění z pohledu jejich základních charakteristických vlastností, je lze rozdělit do následujících čtyř skupin:

- **Základní (tzv. „klasické“) investiční nástroje**
- **Termínované derivátové instrumenty**
- **Cenné papíry fondů kolektivního investování**
- **Strukturované produkty (3)**

V diplomové práci jsem se dále zaměřil právě na základní (tzv. „klasické“) investiční nástroje, přesněji na investiční cenné papíry peněžního a kapitálového trhu (viz. obr. 2)

2.1.4 Základní („klasické“) investiční nástroje

Rozdělení finančních investičních instrumentů vychází ze základní struktury finančního trhu a vedle finančních investičních instrumentů zahrnuje také investiční nástroje reálné. Hranice mezi finančními a reálnými investicemi už není tak ostrá jako v minulosti, protože se nestále hledají nové formy finančních investičních instrumentů, které výrazně souvisejí s aktivy reálnými (zvláště s komoditami).



Obr. 2: Základní druhy „klasických“ finančních a reálných investičních instrumentů (3)

Za nejvýznamnější investiční instrumenty finančního trhu je možné považovat klasické investiční cenné papíry, které je možné z hlediska majetkové podstaty (z hlediska zdroje vlastnických práv) rozdělit do dvou skupin:

- **Majetkové cenné papíry**
- **Dluhové cenné papíry**

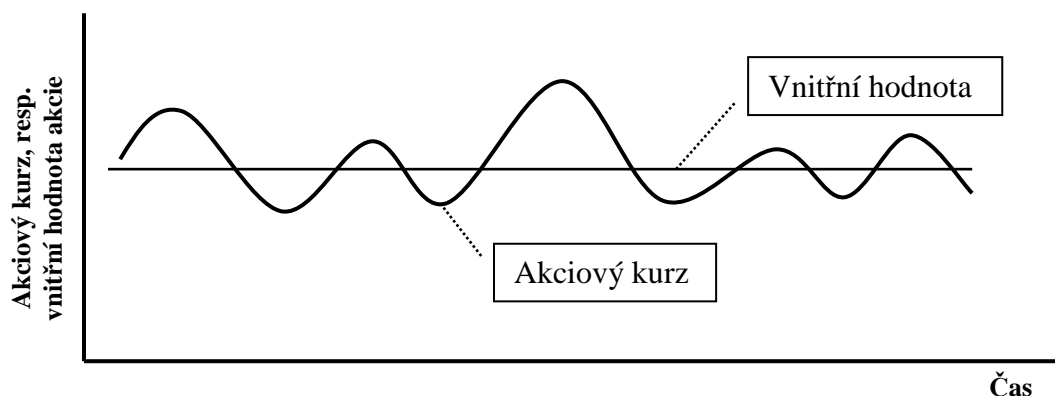
„Za klasické majetkové cenné papíry jsou všeobecně považovány především podnikové, neboli tzv. korporační akcie, jejichž zakoupení znamená majetkový vstup investora do akciové společnosti, neboli nabytí práv akcionáře jako společníka.

Dluhovými cennými papíry rozumíme různé druhy jak krátkodobých, tak dlouhodobých dluhopisů. **Jedná se o cenné papíry dokladující zapůjčení peněžních prostředků investorem, který jejich zakoupením získá právo na předem stanovený úrok, jakož i na navrácení zapůjčené částky (jistiny) za předem stanovených podmínek. To jinými slovy znamená, že své peníze nevložil do podnikání, nýbrž je pouze zapůjčil jinému ekonomickému subjektu.“ (3)**

2.2 Fundamentální analýza

„Fundamentální analýza je považována za nejkomplexnější druh akciové analýzy, jež se v investiční praxi používá při přípravě zásadních investičních rozhodnutí. Je založena na předpokladu, že vnitřní hodnoty (teoretické ceny) akcií se liší od jejich aktuálních tržních cen (kurzů), za něž jsou obchodovány na veřejných (organizovaných) trzích. To znamená, že pokud je vnitřní hodnota akcie vyšší než její kurz, je akcie považována za podhodnocenou, je-li naopak ve srovnání s kurzem nižší, tak za nadhodnocenou.

Základem pro pochopení podstaty fundamentální analýzy je správné pochopení termínu *vnitřní hodnota akcie*. Tu lze definovat jako individuální názor kteréhokoli účastníka akciového trhu na to, jaký by měl být tzv. *spravedlivý (akciový) kurz*, jehož hodnotu lze ve velmi krátkém období považovat za neměnnou a lze ji tudíž porovnat s proměnným aktuálním kurzem.“ (3)



Obr. 3: Vztah mezi vnitřní hodnotu akcie a jejím kurzem (3)

Fundamentální analýza tedy představuje hledání a analyzování faktorů, jež ovlivňují vnitřní hodnotu akcií. Za účelem správného určení vnitřních hodnot akcií provádějí investoři různé výpočty. Protože se jedná o analýzu komplexní, provádí se prostřednictvím různých metod, jež lze při řešení konkrétní investiční úlohy používat jak samostatně, tak je vzájemně kombinovat.

Z hlediska charakteru zkoumaných faktorů lze fundamentální akciovou analýzu rozdělit na **tři její typy**:

- **Globální (makroekonomická) akciová analýza**
- **Odvětvová (oborová) analýza**
- **Analýza jednotlivých akciových společností a jimi emitovaných akcií (3)**

2.2.1 Globální (makroekonomická) akciová analýza

Vývoj na akciových trzích je také ovlivňován globálními makroekonomickými faktory. Mezi nejvýznamnější patří především:

➤ Reálný výstup ekonomiky

Vývoj akciových kurzů je vždy silně ovlivňován jak vývojem ekonomiky daného státu, tak i vývojem ekonomiky světové. **Akciové kurzy reagují** růsty, resp. poklesy **na probíhající hospodářské výkyvy**.

➤ Fiskální politika¹

Atraktivitu investic do akcií ovlivňují zejména **daně z příjmů fyzických i právnických osob**. Tyto daně **snižují dosažené hrubé zisky firem**, což má značný vliv na výši vyplácených dividend a další rozvoj akciových společností. **Vyplácené dividendy** jako výnos investorů jsou také zdaňovány, stejně jako kapitálové příjmy plynoucí z rozdílu realizovaných prodejních a nákupních cen. To vše ovlivňuje atraktivnost akcií a působí na jejich tržní ceny.

➤ Peněžní nabídka

Zvýšení peněžní nabídky způsobuje pokles úrokových sazeb, což má za následek investiční aktivitu firem. Tím se zvýší jejich očekávané zisky a velikost v budoucnu vyplácených dividend. Tím také dojde k růstu tržních cen (kurzů) akcií. **Růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích**.

➤ Úrokové sazby

Změny úrokových sazeb jsou důležitým kurzotvorným faktorem akciových trhů. Vyšší úrokové sazby zvyšují náklady firem na externí financování, tím je sníženo očekávání budoucích zisků a poklesem tržních cen (kurzů) akcií. **Růst úrokových sazeb způsobuje za jinak nezměněných podmínek pokles tržních cen (kurzů) akcií a naopak. (3)**

¹Fiskální politikou se rozumí správa a řízení příjmů, výdajů a dluhu vlády daného státu.

➤ **Inflace**

Akcie jsou považovány za instrumenty, které jsou dobrou investicí v případě očekávaného zvýšení míry inflace. Tato představa je založena na předpokladu růstu nominálního zisku a z toho plynoucích vyšších dividend, jakož i na předpokladu růstu akciových kurzů. **Inflační prostředí** samo o sobě ovšem zvyšuje celkovou nejistotu v ekonomice. V důsledku toho roste investiční riziko, jež **způsobuje pokles poptávky po akciích**, a tím i jejich tržních cen (kurzů). (3)

➤ **Příliv, resp. odliv zahraničního kapitálu**

Změny v zájmu zahraničních investorů mají mimořádně silný vliv na vývoj akciových kurzů. **Příliv peněz ze zahraničí způsobuje růst na tuzemském akciovém trhu, odliv zahraničního kapitálu naopak pokles.**

➤ **Kvalita investičního prostředí**

Kvalitou investičního prostředí se rozumí všeobecné podmínky, jež buď vzbuzují, nebo naopak nevzbuzují důvěru potenciálních investorů k realizaci jimi zamýšlených investic. (3)

2.2.2 Odvětvová (oborová) analýza

Jednotlivá odvětví nejsou stejně citlivé na celkový vývoj ekonomiky; existuje u nich různá míra zisku; jsou regulovány státem a existují u nich často rozdílné perspektivy jejich dalšího vývoje. Z hlediska citlivosti na hospodářský cyklus se jednotlivá odvětví dělí na odvětví cyklická, neutrální a anticyklická.

➤ Odvětví cyklická

Tato odvětví **dosahují velmi dobrých výsledků v období expanze**, zatímco **v recesi se dostávají do těžkostí**.¹

Důvodem je produkce výrobků a služeb orientována do oblastí, kdy **kupující může jejich nákup odložit na pozdější dobu** a realizovat je až v období pro něj příznivějším. Firmy z cyklických odvětví tak v období recese velmi rychle ztrácejí svůj odbyt, což má velmi negativní dopad jak na jejich zisky, tak i na kurzy jejich akcií.

➤ Odvětví neutrální

Tato odvětví **nebývají příliš ovlivňována hospodářským cyklem**.¹ Spíše než o odvětví, se jedná o konkrétní obory produkující nezbytné statky, jejichž koupi nelze dlouhodoběji odložit.

➤ Odvětví anticyklická

Anticyklická odvětví **vykazují velmi dobré hospodářské výsledky v období recese, ale slabší v období expanze**.² Nejedná se ovšem o celá odvětví, ale spíše pouze o některé obory resp. podobory.

Velmi významným faktorem u oborové analýzy je také tržní struktura odvětví, které může být monopolní, oligopolní nebo konkurenční. **Sledování monopolní popř. konkurenční síly je významné pro prognózování tržeb a tím i budoucích hospodářských výsledků. (3)**

¹ Příkladem cyklického odvětví je stavebnictví, strojírenství, elektrotechnika, doprava, atd.

2.2.3 Analýza jednotlivých akciových společností a jimi emitovaných akcií

Komplexní fundamentální analýza podniku představuje značně složitý proces zkoumání. **Záleží na konkrétním investorovi a jeho investiční strategii, jakým způsobem a pomocí jakých analytických metod bude fundamentální analýzu provádět.** Je potřeba racionálně zvažovat, kdy se fundamentální analýzu vyplatí provádět komplexně a kdy je možné ji zjednodušit. **Komplexní fundamentální analýzu provádějí především velcí institucionální investoři** v případě strategických, dlouhodobých a objemově náročných investic. Naopak **drobní investoři se většinou spokojí s analýzou současné ekonomické situace příslušných akciových společností, nebo využívají veřejně dostupných investičních doporučení renomovaných finančních institucí.**

Mezi nejčastěji používané metody fundamentální analýzy patří zejména:

- **Dividendové diskontní modely**
- **Ziskové modely**
- **Bilanční modely**
- **Finanční analýza podniku**
- **a další... (3)**

2.2.3.1 Vstupní data pro metody fundamentální analýzy

Metody fundamentální analýzy využívají ke stanovení vnitřní hodnoty akcie různá vstupní data. Většina vstupních vychází z výsledků finanční analýzy. Mezi nejvýznamnější vstupní data však patří **míra růstu dividend** a **požadovaná výnosová míra (diskontní míra)**. Tyto data jsou klíčová pro správné stanovení vnitřních hodnot akcií. Přesnost těchto vstupních dat je tedy velice důležitá. (1)

Míra růstu dividend

Míru růstu dividend (g) je možné stanovit hned několika způsoby, je to např.:

➤ Historická míra růstu dividend

Tento způsob stanovení míry růstu dividend vychází z historických dat o vyplácených dividendách. Nejčastěji se vychází ze dvou krajních hodnot dividend vyplácených v minulosti. (1)

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1$$

kde: D_M – mladší dividendy

D_S – starší dividendy

g – očekávaná konstantní míra růstu dividend

t – počet let mezi mladší a starší dividendou

Nevýhodou tohoto způsobu je skutečnost, že je postaven pouze na dvou hodnotách dividend. V případě extrémně vysokých nebo nízkých hodnot dochází ke zkreslení výsledku. Pro eliminaci těchto nedostatků je možné použít průměrné míry růstu. Ta se vypočítává aritmetickým nebo geometrickým průměrem hodnot vyplácených dividend.

➤ Míra růstu dividend odvozená od firemních finančních ukazatelů

Tento tzv. *udržovací růstový model* znázorňuje, jaký očekávaný růst dividend může firma mít, jestliže jsou finanční vztahy vzhledem k předchozímu období neměnné. (1)

$$g = ROE \cdot b = ROE \cdot (1 - VP)$$

kde: ROE – rentabilita vlastního kapitálu

VP – dividendový výplatní poměr

b – míra zadrženého zisku

g – očekávaná konstantní míra růstu dividend

$$b = \frac{\text{čistý zisk na akcii} - \text{dividenda na akcii}}{\text{čistý zisk na akcii}}$$

Podniková diskontní míra (požadovaná výnosová míra)

Podniková diskontní míra představuje odměnu investora za zapůjčení finančních prostředků (vzdává se dočasně spotřeby) jinému subjektu. Její velikost by měla také odpovídat riziku ze strany investora, které vždy podstupuje při realizaci investice. Čím vyšší je riziko investora, tím vyšší by měla být i požadovaná výnosová míra (diskontní míra).

Obecně tedy platí, že:

$$\text{Očekávaná výnosnost} = \text{bezriziková úroková míra} + \text{inflační prémie} + \text{riziková prémie}.$$

Protože za bezrizikovou investici se považují státní dluhopisy, jejichž úroková míra s inflací počítá, může být rovnice upravena:

$$\text{Očekávaná výnosnost} = \text{úroková míra státních obligací} + \text{tržní riziková prémie}.$$

Při stanovování podnikové diskontní míry u konkrétních podniků, jsou v praxi nejčastěji používány modely ATP (Arbitrage Pricing Model) a model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Modelem CAPM budou stanoveny i diskontní míry v této diplomové práci. Model CAPM patří mezi nejjednodušší modely pro oceňování kapitálových aktiv a vychází právě z již zmíněných tří základních faktorů.

Dle modelu CAPM je potom podniková diskontní míra dána rovnicí:

$$r_d = r_f + \beta_i(r_m - r_f),$$

Kde: r_d – diskontní míra

r_f – bezriziková výnosová míra (produkovaná bezrizikovým cenným papírem)

r_m – tržní výnosová míra (produkovaná tržním indexem)

β_i – beta faktor akcie konkrétního podniku, který měří volatilitu výnosové míry akcie vzhledem k volatilitě akciového trhu jako celku (5)

$$\beta_i = \frac{cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

Kde:

cov_{im} - kovariance mezi výnosovou mírou akcie a tržního portfolia

σ_m^2 – rozptyl výnosové míry z tržního portfolia (5)

2.2.3.2 Dividendové diskontní modely

„**Dividendové diskontní modely** patří mezi nejčastěji používané metody určování vnitřních hodnot akcií. Jak vyplývá z jejich názvu, **jsou založeny na principu diskontování očekávaných cash flow plynoucích z akcií (dividend) na jejich současnou hodnotu**, což jinými slovy znamená, že **vnitřní (teoretickou) hodnotou akcie se rozumí její současná hodnota.**“ (3)

Konstrukční podstata těchto modelů je následující:

$$VH_A = \frac{D_1}{(1 + r_d)} + \frac{D_2}{(1 + r_d)^2} + \dots + \frac{D_n + C_n}{(1 + r_d)^n}$$

Kde: VH_A – vnitřní hodnota akcie

$D_{(1,2,\dots,n)}$ – očekávaná dividendy v jednotlivých letech držby akcie

$C_{(1,2,\dots,n)}$ – očekávaná tržní cena (kurz) akcie na konci jednotlivých let její držby

r_d – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)

n – počet let trvání investice

„**Vnitřní (současná) hodnota akcie je součtem současných hodnot budoucích dividend do n-tého období její držby a současné hodnoty její očekávané prodejní ceny v n-tém období.**“ (3)

➤ **Dividendové diskontní modely s nulovým růstem**

Model vychází z předpokladu nekonečné držby akcie a nekonečných plateb stále stejně velkých (fixních) dividend.

$$VH_A = \frac{D_0}{r_d}$$

Kde: VH_A – vnitřní hodnota akcie

D_0 – fixní dividendy vyplácené na akcii v jednotlivých letech

r_d – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)

➤ **Jednostupňové dividendové diskontní modely s konstantním růstem**

„Za jednostupňové dividendové diskontní modely bývají označovány modely operující s jedinou konstantní mírou růstu (případně poklesu) očekávaných dividend po celou dobu držby předmětné akcie. Jejich dalšími společnými konstrukčními předpoklady bývají konstantní požadovaná míra výnosu, konstantní dividendový výplatní poměr a konstantní rentabilita vlastního kapitálu příslušného akciového emitenta.“ (3)

Gordonův dividendový diskontní model

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r_d - g} = \frac{D_1}{r_d - g}$$

kde: VH_A – vnitřní hodnota akcie

D_0 – fixní dividendy vyplácené na akcii v jednotlivých letech

D_1 – očekávaná dividendy v prvním roce držby akcie

r_d – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)

g – očekávaná konstantní míra růstu dividend

Gordonův model je v investiční praxi nejpoužívanějším jednostupňovým dividendovým diskontním modelem. Je použitelný pouze za předpokladu, že očekávaná míra růstu

dividend (g) je nejen konstantní, ale je zároveň nižší než požadovaná výnosová míra (r_d). A zároveň by mělo být respektováno i to, že míra růstu dividend hodnocených akcií by neměla být vyšší než míra růstu celé ekonomiky.

Model je značně citlivý na zadané vstupní údaje, což se týká jak veličin, jež jsou ve jmenovateli výše uvedeného vzorce, tak i velikosti očekávané dividendy v prvním roce držby akcie uvedené v čitateli (jejíž špatné nastavení může velmi výrazně zkreslit dosažený výsledek). (3)

2.2.3.3 Ziskové modely

Ziskové modely, na rozdíl o dividendových modelů, nevycházejí z očekávaných dividend, ale z velikosti očekávaného zisku příslušného emitenta připadající na předmětnou (kmenovou) akcii. Konstrukčně vychází z poměrového ukazatele „*price earnings ratio*“ (P/E). Tyto modely jsou v investiční praxi zaměřují spíše na kratší investiční horizont, jež nebývá delší než 3 roky.

➤ Ziskové modely s nulovým růstem

Ziskové modely s nulovým růstem počítají s podnikovou strategií spočívající pouze v provádění tzv. „reprodukčních investic“ s cílem dlouhodobě udržovat konstantní výši zisku vypláceného v maximální možné výši formou dividend (což znamená, že dividendový výplatní poměr by se měl pohybovat blízko hodnoty 1).

$$VH_A = E_0 \cdot \frac{VP_0}{r_d} = \frac{E_0}{r_d}$$

➤ Jednostupňové ziskové modely s konstantním růstem

Tyto modely respektují reálnou skutečnost, že se (čistý) zisk podniků rozděluje na dvě části: na část, z níž jsou vypláceny dividendy, a na část směřující do čistých investic. S tím souvisí i předpoklad konstantní míry růstu zisku podniku. Přitom je zřejmé, že čím bude dividendový výplatní poměr nižší (neboli čím větší část zisku podniku bude vynakládána na čisté investice), tím lze v budoucnu očekávat vyšší míru růstu zisku a tím i vyšší míru růstu dividend (a naopak). (3)

$$VH_A = E_1 \cdot \frac{VP_F}{(r_d - g)}$$

kde: VH_A – vnitřní hodnota akcie

E_0 – čistý zisk připadající na akcii ve výchozím roce

E_1 – čistý zisk připadající na akcii v budoucím roce

VP_F – dividendový (fixní) výplatní poměr v jednotlivých letech

r_d – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)

g – očekávaná konstantní míra růstu dividend

2.2.3.4 Bilanční modely

„Bilanční modely se opírají o údaje z rozvahy (neboli „balance“) a různými způsoby oceňují jednotlivé složky aktiv a pasiv podniku. Jejich cílem je podnik ocenit a současně určit i vnitřní hodnotu jeho (kmenových) akcií. Pokud jde o přístupy jednotlivých metod k určování vnitřních hodnot akcií, liší se vzájemně především v tom, že vycházejí z různých veličin, jimiž bývají:

- **nominální hodnota akcie,**
- **účetní hodnota akcie,**
- **substanční hodnota akcie,**
- **likvidační hodnota akcie,**
- **reprodukční hodnota akcie**
- **substituční hodnota akcie.**

Nevýhody těchto modelů spočívají v tom, že oceňují aktiva podniku na základě účetních údajů a nikoli na základě jejich tržní hodnoty.“

V diplomové práci bude použit pouze bilanční model založený na účetní hodnotě akcie. Ostatní modely nemají, vzhledem k cílům diplomové práce, takový ekonomický význam jako právě tento model, a proto jim nebude věnována větší pozornost. **(3)**

➤ **Bilanční model založený na účetní hodnotě akcie**

Účetní hodnota (book value) představuje rozdíl mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem. Pokud se podělí počtem vydaných (kmenových) akcií, lze získat účetní hodnotu majetku akciové společnosti připadající na jednu akcii.

Pokud následně podělíme tržní cenu (kurz) akcie účetní hodnotou majetku společnosti připadající na jednu akcii, získáme „**poměr aktuálního kurzu akcie k účetní hodnotě vlastního kapitálu společnosti připadající na jednu akcii**“, označovaný jako **P/BV (price-to-book-value ratio)**. Pokud bude hodnota ukazatele větší než jedna, znamená to, že kurz akcie je vyšší než účetní hodnota na ni připadajícího vlastního kapitálu. Bude-li nižší než jedna, bude tomu naopak. Z toho vyplývá, že **akcií s P/BV vyšším než jedna, si investoři cení v daném okamžiku více, než podílu hodnoty majetku společnosti připadajícího na akcii. V případě, že P/BV hodnoty jedna nedosahuje, je tomu naopak. (3)**

$$VH_A = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot VP}{(r_d - g)}$$

kde: VH_A – vnitřní hodnota akcie

BV_1 – účetní hodnota akcie

ROE – rentabilita vlastního kapitálu

VP – dividendový výplatní poměr v jednotlivých letech

r_d – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)

g – očekávaná konstantní míra růstu dividend **(20)**

2.2.3.5 Finanční analýza

Finanční analýza tvoří jednu z nejdůležitějších součástí fundamentální podnikové analýzy, která **umožňuje provedení diagnózy finančního hospodaření společnosti**. Zdrojem dat jsou účetní výkazy společnosti (účetní jednotky), finanční analýza tedy vychází z pohledu do minulosti. **Výpočtem celé řady finančních ukazatelů je možné odhalit špatné hospodaření či definovat vývojové trendy společnosti.**

ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

Ukazatele rentability (výnosnosti)

Ukazatele rentability informují o tom, jak byl zhodnocen kapitál vložený do společnosti, resp. jak úspěšná je společnost z pohledu dosaženého zisku v porovnání s vloženými prostředky. Rentabilita je proto velice sledovaným ukazatelem jak pro akcionáře, tak potenciální investory. Při výpočtech ukazatelů rentability je zisk poměřován dle jednotlivých hledisek.

Nejčastěji používané ukazatele zisku dle jejich skutečného významu jsou:

- **EAT** /Earnings After Taxes/ - čistý zisk (po zdanění)
- **EBT** /Earnings Before Taxes/ - výsledek hospodaření před zdaněním
- **EBIT** /Earnings Before Interest and Taxes/ - zisk před nákladovými úroky a zdaněním

Ukazatele rentability bývají důležitým faktorem při určování vnitřních hodnot akcií.

- **Rentabilita celkových aktiv [ROA]¹** – Vyjadřuje čistou výnosnost celkových aktiv.

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Celková aktiva}}$$

Samozřejmě čím vyšších hodnot tento ukazatel dosahuje, tím lépe je hodnocena hospodářská situace společnosti. **(3)**

¹ Při provádění komplexní fundamentální analýzy, se můžeme setkat i s: $ROA = EBIT / \text{Celková aktiva}$

- **Rentabilita vlastního kapitálu [ROE]¹** – Vyjadřuje, kolik peněžních jednotek čistého zisku připadá na jednu peněžní jednotku vloženou do společnosti jeho vlastníky.

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál}$$

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o tom, z jakých zdrojů je podnik financován a jak velký podíl na jeho celkových aktivech tvoří dluhy. Čím vyšší je míra zadluženosti společnosti, tím obtížněji se získává další cizí kapitál. Při vyšší zadluženosti znamená společnost pro věřitele vyšší riziko, a proto požadují vyšší úročení zapůjčených peněžních prostředků, což představuje vyšší náklady na takto získaný kapitál.

- **Celková zadluženost²** – vyjadřuje rozsah, v jakém společnost využívá ke svému financování cizí zdroje. V praxi je někdy označován jako „Ukazatel věřitelského rizika“.

$$Celková\ zadluženost = \frac{Cizí\ kapitál}{Celková\ aktiva}$$

- **Zadluženost vlastního kapitálu³** – ukazatel poměruje cizí zdroje s vlastním kapitálem společnosti. Čím vyšší je jeho hodnota, tím vyšší je riziko pro věřitele, že společnost nebude schopna splácet své dluhy. **(3)**

$$Zadluženost\ vlastního\ kapitálu = \frac{Cizí\ kapitál}{Vlastní\ kapitál}$$

¹ Rentabilita vlastního kapitálu by měla být vyšší, než je úroveň bezrizikové úrokové míry na finančních trzích, tzn. vyšší než výnosnost státních dluhopisů.

² Dosahuje-li celková zadluženost hodnot v rozmezí 0,30 – 0,50, můžeme zadluženost považovat za průměrnou. Při hodnotách 0,50 – 0,70 se jedná o vyšším stupeň zadluženosti a hodnoty vyšší než 0,70 jsou již poměrně rizikové.

³ Hodnota tohoto ukazatele by neměla být vyšší než 0,7.

- **Úrokové krytí¹** – ukazatel informuje o tom, kolikrát zisk před odpočtem úroků a daní pokrývá úrokové náklady společnosti.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{Úrokové náklady}}$$

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity informují o tom, do jaké míry je společnost schopna dostát svým (krátkodobým) závazkům.

- **Celková likvidita²** – vypovídá o platební schopnosti společnosti spíše z krátkodobého hlediska (v řádu měsíců).

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Jeho hodnota udává, kolikrát je společnost schopna uspokojit své věřitele, kdyby ihned proměnila veškerá svá oběžná aktiva v hotovost.

- **Pohotová likvidita³** – je někdy označována jako „rychlý test“ a z výpočtu vylučuje nejméně likvidní oběžná aktiva, kterými jsou zásoby.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

- **Okamžitá likvidita⁴** – je označována jako „hotovostní poměr“ a vyjadřuje pokrytí krátkodobých závazků společnosti jeho finančním majetkem. (3)

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

¹ Hodnoty úrokového krytí v rozmezí 6-8 reprezentují dobře prosperující společnosti. Hodnoty 4 a nižší vyžadují obezřetnost a hodnoty nižší než 2 znamenají z tohoto pohledu kritickou situaci.

² Jedná se o tzv. likviditu 3. stupně. Zdravé firmy dosahují hodnoty 2,5. Hodnoty v rozmezí 1,5 – 2,5 jsou ještě přijatelné. Hodnota nižší než 1 znamená, že krátkodobé zdroje jsou využívány na financování dlouh. majetku a společnost nemá dostatek pohotových zdrojů na splacení dluhů se splatností v nejbližší době.

³ Jedná se o tzv. likviditu 2. stupně. Rozmezí doporučených hodnot je přibližně 1,0 – 1,5.

⁴ Tzv. likvidita 1. stupně. Hodnoty by měly být vždy vyšší než 0,2. Dobře prosperující společnosti mají hodnoty vyšší než 0,5.

Ukazatele tržní hodnoty firmy

Ukazatele tržní hodnoty firmy **vyjadřují, jak je podnikatelská činnost společnost hodnocena investory (resp. trhem)**. Hodnotí se jak dosavadní výsledky, tak předpoklady úspěchu podnikání v budoucnu.

➤ **Ukazatel čistého zisku na akcii (EPS)**

Ukazatel čistého zisku na akcii (*earnings per share*) je všeobecně považován za klíčový ukazatel vypovídající o finanční situaci podniku vyjadřující velikost čistého zisku připadající na akcii. Proto bývá také nazýván „rentabilitou (kmenové) akcie“.

$$EPS = \frac{EAT - \text{Dividendy připadající na prioritní akcie}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

➤ **Ukazatel „price earnings ratio“ (P/E)**

Jedná se o jeden z nejvýznamnějších a nejsledovanějších poměrových ukazatelů. Vypovídá o tom, kolik peněžních jednotek jsou v daném případě investoři ochotni zaplatit za jednu peněžní jednotku (ročního) zisku připadající na jednu akcii.

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{EPS}$$

➤ **Ukazatel dividendy na akcii (DPS)**

Ukazatel dividendy na akcii (*dividend per share*) je základním dividendovým ukazatelem. Jenž dokazuje způsob výpočtu velikosti dividendy připadající na kmenovou akcii.

$$DPS = \frac{\text{Úhrn dividen připadajících na kmenové akcie}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

➤ **Dividendový výplatní poměr**

Dividendový výplatní poměr (*dividend payout ratio*) vypovídá o dividendové politice společnosti. Vyjadřuje, jak velký podíl vytvořeného čistého zisku je vyplácen akcionářům v podobě dividend. (3)

$$\text{Dividendový výplatní poměr} = \frac{DPS}{EPS}$$

➤ **Aktivační poměr**

Význam tohoto ukazatele (*flowback ratio*) spočívá v tom, že zachycuje proporcii zisku reinvestovaného zpět do firmy.

$$\text{Aktivační poměr} = 1 - \text{dividendový výplatní poměr} = 1 - \frac{DPS}{EPS}$$

➤ **Ukazatel udržitelné míry růstu (*g*)**

Ukazatel udržitelné míry růstu (*sustainable growth rate*) určuje takové tempo růstu podniku¹, jež je dosažitelné jeho vlastními zdroji (s použitím části nerozděleného zisku) nebo-li bez potřeby externího financování.

$$\text{Udržitelná míra růstu} = ROE \cdot \text{Aktivační poměr} = \frac{EAT}{Vlastní kapitál} \cdot \left(1 - \frac{DPS}{EPS}\right)$$

➤ **Účetní hodnota akcie (*BV*)**

Hodnota tohoto ukazatele (při jehož výpočtu se používají údaje konce posledního fiskálního roku) u prosperujících podniků postupně roste.

$$BV = \frac{Vlastní kapitál}{Počet kmenových akcií}$$

➤ **Hodnota přidaná trhem (*MVA*)**

Tento ukazatel (*market value added*) informuje o tom, o kolik peněžních jednotek se liší tržní cena (kurz) a účetní hodnota akcie.

$$MVA = \text{Tržní cena akcie} - BV$$

Renomované, dobře prosperující společnosti mívají tržní cenu (kurz) kmenových akcií podstatně vyšší, než je jejich účetní hodnota. Naopak u problémových společností nebývají tyto rozdíly příliš výrazné. **(3)**

¹ Jedná se zejména o míru růstu zisku, resp. dividend.

2.3 Faktory individuální investiční strategie

Každý investor uvažující o vhodné investici na finančním trhu, musí také zvažovat tři základní investiční faktory:

- **Výnosnost**
- **Rizikovost**
- **Likvidita**

Tyto faktory nemůže investor nijak ovlivnit a proto je potřeba, aby každému z nich věnoval samostatnou pozornost.

2.3.1 Výnosnost

V případě finančních investic, které jsou realizovány především za účelem co nejvyššího zhodnocení do nich vložených prostředků, **bývá všeobecně za kritérium hodnocení efektivnosti považována jejich „výnosnost“**.¹ **Výnosnost udává míru zhodnocení peněžních prostředků** vložených do určitého finančního investičního instrumentu nebo investičního portfolia **za určité časové období**.

K hodnocení efektivnosti investic může být použito několik metod, které se obecně dělí na dvě skupiny:

- **Metody statické** (nezahrnují hledisko působení faktoru času)
- **Metody dynamické** (přihlížení k působení faktoru času, resp. měnící se hodnoty peněz v čase ²)

Statické metody se používají v případě, že působení času není při výpočtu výnosnosti investice považováno za významné, tzn. **v případě krátkodobých investic. (3)**

¹ V investiční praxi existují různé druhy investičních projektů, jež bývají realizovány za účelem dosažení různých cílů. Proto existují i jiná kritéria pro hodnocení jejich efektivnosti. Hlavním cílem může být např. snížení nákladů, pak by bylo pro hodnocení efektivnosti použito „nákladové kritérium“.

² Nástrojem pro vyjádření měnící se hodnoty peněz v čase je tzv. „diskontování“, nebo-li přepočítání budoucích hodnot na hodnotu současnou.

Dynamické metody mají vyšší vypovídací schopnost především při investování na delší časové období, a proto jsou používány ke konečnému rozhodnutí o výběru vhodné investiční varianty.

V investiční praxi se můžeme setkat se dvěma druhy výnosů:

- **Běžné výnosy** – jejich charakteristickým rysem je to, že **nárok na jejich výplatu vyplývá z držby** předmětných finančních investičních instrumentů.¹
- **Kapitálové výnosy** – **nevznikají na základě držby finančních investičních instrumentů, ale při jejich obchodování**. Tyto výnosy mohou být tedy realizovány pouze u obchodovatelných investičních instrumentů – především cenných papírů.

Součtem výnosů běžných a kapitálových, dosažených za celé sledované období je **výnos celkový. (3)**

2.3.2 Rizikovost

Každá investice bývá spojena s určitou mírou rizika. Riziko je možné chápat jako nejistotu investora spojenou s tím, že se mu nepodaří ze své investice dosáhnout očekávané výnosnosti. Investoři se na finančních trzích mohou setkat s mnoha druhy rizik, jsou to např.:

- **Riziko změn tržní úrokové míry (resp. úrokových sazeb)** – riziko spočívá v budoucím kolísání úrokových měr. Jejich změny výrazně ovlivňují tržní ceny prakticky všech druhů finančních instrumentů. Toto tržní riziko je nediverzifikovatelné.
- **Riziko inflační - růst inflace (cenové hladiny) má nepříznivý dopad na reálnou výnosnost finančních investic. (3)**

¹ Běžným výnosem je např. úrok z poskytnutých úvěrů, inkasované kupónové platby z dluhopisů, nebo dividendy z vlastnictví akcií.

Nominální míry výnosu většiny finančních instrumentů sice při stoupající inflaci rostou, což však nemusí platit pro jejich hodnoty reálné. Při vysokých mírách inflace se zvyšuje pravděpodobnost toho, že reálné míry výnosu finančních investic mohou být nejen velice nízké, ale dokonce i záporné. Toto riziko taktéž není diverzifikovatelné.

- **Riziko událostí** - zveřejnění neočekávaných nepříznivých událostí může na základě investiční psychologie velmi negativně ovlivnit tržní ceny (kurzy) cenných papírů. Riziko událostí je také nediverzifikovatelné.
- **Riziko insolvence, resp. případného úpadku emitenta** – riziko spočívá v možnosti, že emitent nebude schopen dostát svým závazkům a to z důvodu dočasné nebo trvalé nesolventnosti (platební neschopnosti), jež může vést až k jeho bankrotu. Riziko lze diverzifikovat, protože se vztahuje ke konkrétní emisi cenných papírů.
- **Riziko ztráty likvidity finančního investičního instrumentu** – riziko znamená ztrátu možnosti investora na přeměnu finančního investičního instrumentu zpět na peněžní hotovost za odpovídající cenu. A to jak dočasně nebo dokonce trvale.
- **Riziko měnové** – riziko je spojeno s investicemi do investičních instrumentů denominovaných v cizích měnách. Jejich výnos může být negativně ovlivňován změnami kurzů mezi měnou tuzemskou a měnami, ve kterých je investiční instrument denominován. Jde o tržní, neboli nediverzifikovatelné riziko, proti kterému je však možné se zajistit.
- **Riziko právní** – riziko existuje především na finančních trzích méně vyspělých zemí s nedokonalým právním systémem. Spočívá v nemožnosti právně se domoci splnění podmínek dohodnutých v uzavřeném kontraktu. Jedná se o tržní, neboli nediverzifikovatelné riziko, které plyne z neznalosti právního systému a lze se mu vyhnout vhodným teritoriálním umístěním.
- **Riziko operační** – riziko spojené s lidským pochybením, výpadky informačních a přenosových systémů, atd. Jedná se o nediverzifikovatelné tržní riziko. (3)

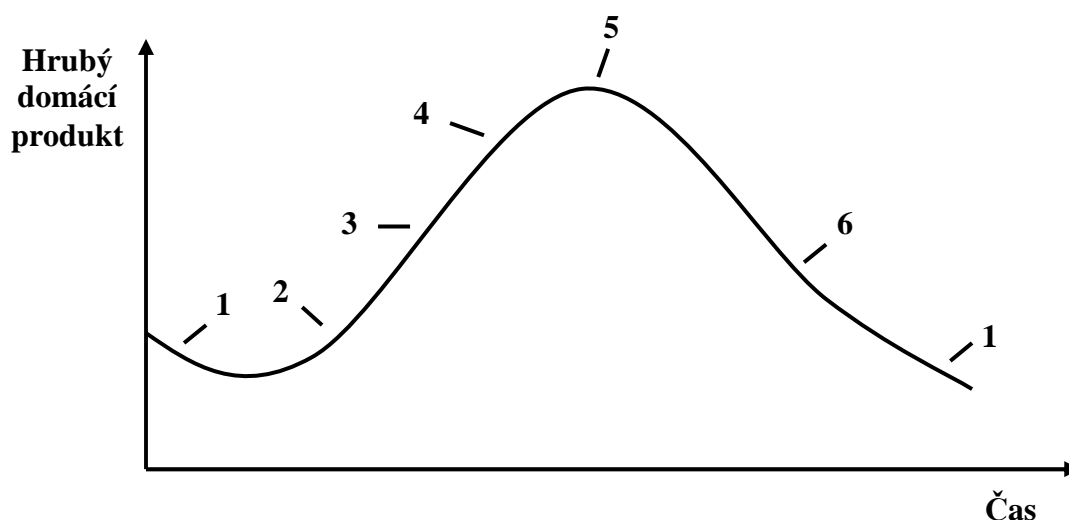
2.3.3 Likvidita

Likvidita je třetím základním faktorem investiční strategie, ovlivňující poptávku po investičních instrumentech. **Stupeň likvidity je rychlost, s jakou je možno předmětný finanční investiční instrument bezetrátově přeměnit zpět na hotové peníze – neboli „likviditu“.** Nejlikvidnější nástroje finančního trhu jsou cenné papíry obchodované na veřejných, sekundárních, organizovaných trzích.

„Čím likvidnější bude jeden druh finančního instrumentu proti finančním nástrojům alternativním, tím více bude při zachování principu „ceteris paribus“ pro investory atraktivnější a tím bude i více poptáván.“ (3)

2.4 Vývoj na finančním trhu v jednotlivých fázích hospodářského cyklu

Finanční a ekonomický sektor jsou vzájemně velice těsně propojeny. Proto má současný, tak i očekávaný budoucí vývoj národní a světové ekonomiky značný vliv i na vývoj na finančním trhu. To znamená, že vzhledem k jejich cyklickému chování je třeba při investování do finančních investičních instrumentů (cenných papírů) přihlížet i k působení hospodářského cyklu, viz obrázek X.



Obr. 4: Vývoj hrubého domácího produktu v návaznosti na jednotlivé fáze hospodářského cyklu (2)

Bod 1 – „Ekonomika se po prodělané deflaci nachází ve stavu obecně velmi nízkých cen, nízkých úrokových sazeb, nízké úrovně domácího produktu, nízkých zisků většiny podniků a z toho vyplývajících nízkých nebo žádných dividend. „

„Pouze nejodvážnější investoři, počítají s budoucím oživením ekonomiky, začínají pomalu nakupovat akcie, které se v této době nachází na svých dlouhodobých kurzových minimech.“

Bod 2 – „Po zastavení ekonomického poklesu se začne nejprve oživovat produkce těch výrobků a služeb, které jsou nutné pro život obyvatelstva, jehož většina si je ovšem v poslední době musela odpírat a jejich nákup odkládala na pozdější dobu. Podniky zvyšují výrobu, úrokové sazby jsou v této době velmi nízké, ceny práce, surovin i energií jsou rovněž nízké a pomalu nabíhající výroba nemá žádný negativní dopad na inflaci. Postupné zvyšování výroby však znamená i zvýšený příliv peněz do domácností. To způsobuje další nárůst jejich poptávky, a proto se začínají rozvíjet i další odvětví ekonomiky, zejména průmyslu. V důsledku toho se postupně začíná měnit i všeobecné očekávání ohledně konce krize a budoucího urychlování rozvoje již nastartovaného hospodářského růstu. Na toto pozitivní očekávání reagují i investoři zvýšením poptávky po akciích, jejichž tak začínají pomalu růst.“

Bod 3 – „V dalším období se začínají postupně oživovat další odvětví a obory ekonomiky. Zvyšující se produkce však stále ještě nezpůsobuje inflační tlaky a úrokové sazby proto nadále způsobují poměrně nízké. Stávající výrobní kapacity firem jsou však postupně stále více vytěžovány. Řada podniků proto začíná postupně provádět i čisté investice, což ovšem zpravidla vyžaduje externí financování, a to jak prostřednictvím bank, tak i nových emisí cenných papírů. Úrokové sazby proto začínají postupně stoupat, i když ještě nejsou příliš vysoké.“ (2)

Bod 4 – „Vzhledem k realizaci čistých investic podniků rozšiřuje výrobu stále více oborů. V důsledku vysoké zaměstnanosti a postupného růstu mezd, dále stoupá i poptávka domácností, a to i po luxusním zboží a předmětech dlouhodobé spotřeby. To spolu se stoupající výrobní spotřebou podniků začíná přehřívat ekonomiku, velmi rychle rostou i úrokové sazby, a to jak u úvěrů, tak emitovaných dluhopisů. V této době, v důsledku snahy ochladit ekonomiku a zbrzdit nejen hospodářský růst, ale i postupně se zvyšující inflaci, začíná zvyšovat úrokové sazby i centrální banka. Kurzy akcií jsou

v tomto období již extrémně vysoké, a to v důsledku vysokých zisků, jichž akciové společnosti dosahují. Postupně se však začínají objevovat první investoři, kteří i přes vysoké dividendy začínají předražené akcie postupně prodávat a své peněžní prostředky přechodně ukládají na vysoce úročené, většinou krátkodobé termínové účty vedené u renomovaných komerčních bank, aby je posléze mohly použít na nákup dlouhodobých obligací s fixní úrokovou sazbou. Ekonomika se v tomto období nachází těsně před svým vrcholem.“

Bod 5 – „Další zvyšování úrokových sazeb centrální bankou v důsledku její snahy ochladit přehřátou ekonomiku a postupně se stále více prosazující všeobecný názor o brzkém přechodu ekonomiky do fáze kontrakce začne postupně postihovat též finanční sektor. Týká se to jak komerčních bank nesoucích riziko případných nenávratných úvěrů podniků, které úvěrovaly, ale i dalších finančních institucí, a to zejména těch, které vložily peněžní prostředky svých klientů do akcií, anebo v nich mají uložen svůj vlastní majetek. Se stoupající tržní úrokovou mírou se snižují vnitřní hodnoty akcií, které se tak investorům začínají zdát předražené, a že vyšší úrokové sazby placené z úvěrů začínají stále silněji negativně ovlivňovat hospodářské výsledky podniku. Tím se zvyšuje počet burzovních příkazů na prodej akcií. Investoři chtějí, vzhledem k vysoké inflaci, přeměnit své peněžní prostředky na vklady na termínovaných bankovních účtech. Jak investoři, tak finanční instituce musí začít urychleně rozprodávat svá portfolia, což následně zvyšuje nabídku akcií na akciových burzách a působí na pokles jejich kurzů. Ekonomika se tak ocitá na svém vrcholu.“ (2)

Bod 6 – „Kurzy akcií začínají v důsledku jejich rychle se zvyšující nabídky prudce klesat, začíná se šířit panika, v důsledku čehož klesají ještě rychleji. Snížením kurzů akcií dochází ke snížení hodnoty majetku. V konečném důsledku tyto ztráty dopadají na konečné vlastníky, neboli na obyvatelstvo příslušné země. Poněvadž domácnosti ztratily podstatnou část svého majetku, začínají prudce omezovat svoji poptávku po zboží a službách, přičemž řada z nich není schopna splácet komerčním bankám své závazky. Výroba prudce klesá, podniky ve snaze prodat snižují ceny svých výrobků a služeb, takže začíná etapa deflace. Řada zejména menších firem, které rovněž nejsou schopny splácet své úvěry, postupně krachuje, zároveň se rychle zvyšuje nezaměstnanost. Na základě klesající poptávky po zápůjčním kapitálu, jakož i vzhledem ke snaze centrální banky pomoci zažehnat krizi a podpořit ekonomickou aktivitu, klesají v tomto období

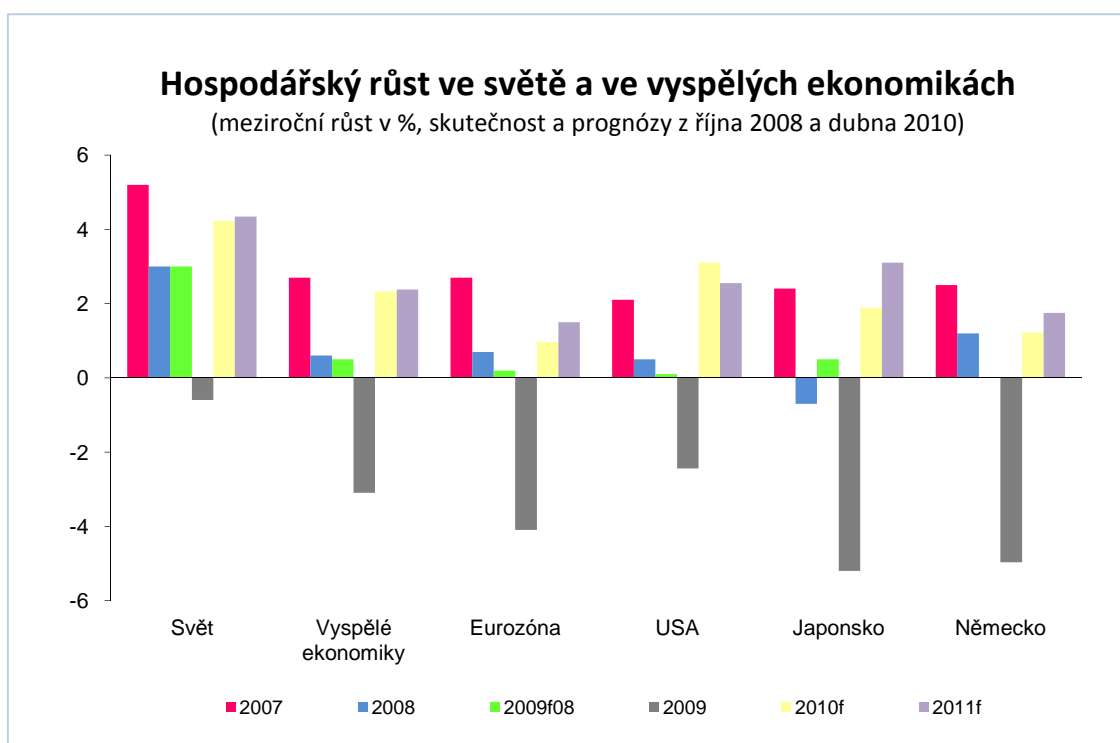
těž úrokové sazby. S investoři v této době profitují jen ti, kteří si včas opatřili kvalitní dlouhodobé obligace s fixní úrokovou sazbou, jejichž kurzy v důsledku poklesu úrokových sazeb stoupají. Někteří investoři již pomalu začínají uvažovat o jejich prodeji s cílem opatřit si včas peněžní prostředky na zamýšlený budoucí nákup akcií, které sice ještě stále klesají, což se však může již brzy změnit v rámci očekávání další etapy hospodářského cyklu. Tou bude oživení následný hospodářský růst (viz. počáteční bod 1).“ (2)

3 ANALÝZA SOUČASNÉ EKONOMICKÉ SITUACE

3.1 Globální makroekonomická analýza – světová ekonomika

Vývoj světové ekonomiky

V druhé polovině roku 2008 došlo k celosvětovému propadu akciových trhů v důsledku globální finanční krize, která vznikla v USA a následně se rychle rozšířila do celého světa. **Světová ekonomika citelně oslabila a v roce 2009 upadla do nečekaně prudké recese.** Rozsah propadu světové ekonomiky byl opravdu nečekaný, o čemž také vypovídá rozdíl mezi prognózami z konce roku 2008 a skutečným vývojem v roce 2009 (viz. 3. a 4. sloupec v Grafu 1). Prognóza MMF předpokládala pro rok 2009 zvýšení světového výstupu o 3%, ale ve skutečnosti došlo k jejímu propadu o 0,6%. Hlavní příčinou bylo prudké snížení ekonomické aktivity ve vyspělých západních ekonomikách (včetně ČR). (9)



Graf 1 – Hospodářský růst ve světě a ve vyspělých ekonomikách (9)

V druhé polovině roku 2009, kdy pominula nejtěžší fáze recese, se začala světová ekonomika postupně oživovat. Za tímto křehkým oživením stála především podpůrná opatření hospodářských politik jednotlivých zemí.

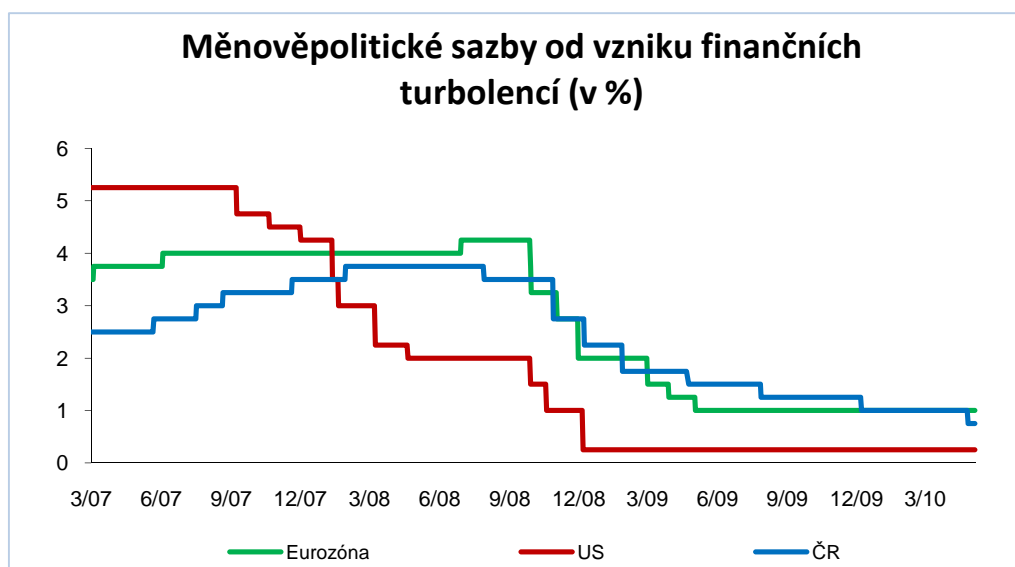
V posledních měsících bylo možné sledovat oživení ekonomické aktivity. **Obnova dynamického růstu ekonomik je však spojena s mnoha nejistotami, protože je spíše založena na rozsáhlých stimulech hospodářských politik** než na zotavení poptávky podniků a domácností. Obavy panují především nad stavem veřejných rozpočtů a situací v bankovním sektoru v některých evropských zemích. Nejsledovanějšími státy z pohledu problémů s veřejnými rozpočty jsou Řecko, Irsko, Španělsko a Portugalsko.

Podle predikce MMF (predikce z října 2010) by měla **světová ekonomika** v roce 2010 **růst o 4,8% a v roce 2011 by tento růst měl zpomalit na 4,2 %**. Podobný scénář se předpokládá ve všech velkých ekonomikách včetně Číny, Indie a Brazílie. **(9,10,17)**

Ekonomika USA

Ekonomika USA zaznamenala v prvních dvou čtvrtletích roku 2010 **mezičtvrtletní růst o 0,9%, resp. 0,4%.** Míra inflace klesla na **1,1% a míra nezaměstnanosti od ledna 2010 stagnuje těsně pod hodnotou 10%.** Vysoká míra nezaměstnanosti ovlivňuje spotřebu domácností. **Pomalé tempo růstu spotřeby domácností způsobuje, že se ekonomika i přes vládní stimuly zotavuje mírnějším tempem, než se původně očekávalo.** Stimuly vlády se vzhledem k vysoké zadluženosti země již zřejmě nebudou opakovat.

Další stimulaci růstu ekonomiky podporuje expanzivní monetární politika centrální banky. Ta nadále udržuje hladinu základní referenční sazby v pásmu 0 – 0,25% (viz níže, Graf 2) a připravila další „kvantitativní uvolňování“. **(9,10,17)**



Graf 2 – Vývoj základních referenčních sazeb centrálních bank (9)

U ekonomiky USA je očekáván v roce 2010 hospodářský růst o 2,7% a pro rok 2011 je predikce růstu okolo 2,5%. Problémem i nadále zůstane stagnující trh realit a vysoká nezaměstnanost. (9)

Ekonomika Eurozóny

Také země eurozóny zaznamenaly v prvních dvou čtvrtletích roku 2010 hospodářský růst. **HDP mezičtvrtletně rostl o 0,3%, resp. 1,0%.** Za tímto poměrně výrazným zvýšením je razantní růst německé ekonomiky. **Oživení evropských ekonomik, stejně jako inflace jsou však nerovnoměrné.** Srpnová hodnota inflace eurozóny činila 1,6%, s rozpětím od deflace v Irsku (-1,2%), přes mírnou inflaci v Německu (1%), až po Řecko (5,6%). **Problémem je nezaměstnanost Eurozóny, která je na vysoké úrovni 10,1%,** v SRN poklesla na 6,8%, ale např. ve Španělsku dosahuje úrovně 20,5%.

Ekonomický růst by měl být v nejbližším čtvrtletí ještě poměrně silný (dle předstihových indikátorů IFO index). **Budoucím programem většiny zemí eurozóny bude fiskální konsolidace. Podpořit hospodářský růst by tedy měla hlavně politika ECB udržující základní referenční sazbu na velmi nízké úrovni 1% (viz Graf 2).**

Historický vývoj hrubého domácího produktu a jeho predikce dle jednotlivých zemí jsou zobrazeny v tabulce 1. (9,10,17)

HDP – roční									2010	2011
Růst ve stálých cenách v%	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	predikce	predikce
EU 27	1,3	1,4	2,5	2,0	3,2	3,0	0,5	-4,2	1,6	1,5
Německo	0,0	-0,2	1,2	0,8	3,2	2,7	1,0	-4,7	3,2	2,0
Francie	1,0	1,1	2,5	1,9	2,2	2,4	0,2	-2,6	1,4	1,4
Spojené království	2,1	2,8	3,0	2,2	2,9	2,7	-0,1	-4,9	1,6	1,8
Rakousko	1,6	0,8	2,5	2,5	3,5	3,7	2,2	-3,9	1,5	1,4
USA	1,8	2,5	3,6	3,1	2,7	1,9	0,0	-2,6	2,7	2,5
Maďarsko	4,4	4,3	4,9	3,5	4,0	1,0	0,6	-6,3	0,3	2,0
Polsko	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,0	1,7	3,2	3,5
Slovensko	4,6	4,8	5,0	6,7	8,5	10,6	6,2	-4,7	4,0	3,9
Česká republika	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,2	2,0

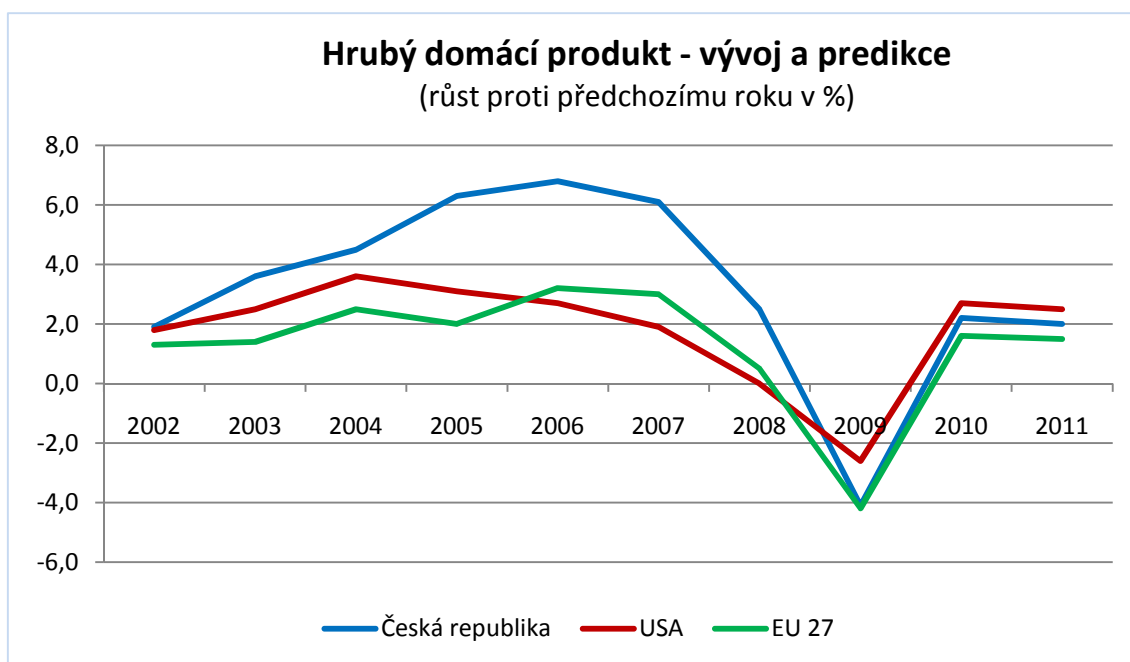
Tabulka 1: Hrubý domácí produkt – vývoj a predikce (17)

3.2 Makroekonomický vývoj v České republice

3.2.1 Reálný výstup ekonomiky

Česká republika měla před vstupem do globální finanční krize dobré výchozí podmínky, přesto se **dopadům silného poklesu vnější poptávky nemohla vyhnout**. V první polovině roku 2009 se především exportně orientované podniky jen těžko vyrovnávaly s rapidním poklesem poptávky, což vedlo ke snížení jejich produkce, nákladů i marží, a tím i jejich rentability. **Opožděné negativní důsledky recese se ještě projevují i průběhu roku 2010.**

Pro rok 2010 se očekává zvýšení HDP přibližně o 2,2%. V roce 2011 zřejmě dojde ke zpomalení některých zahraničních ekonomik a snížení růstové dynamiky z důvodu konsolidačních fiskálních opatření. V dalších letech by však již mělo znovu docházet ke zrychlování ekonomického růstu. Historický vývoj a predikce na příští rok je znázorněna v grafu 3. (17)



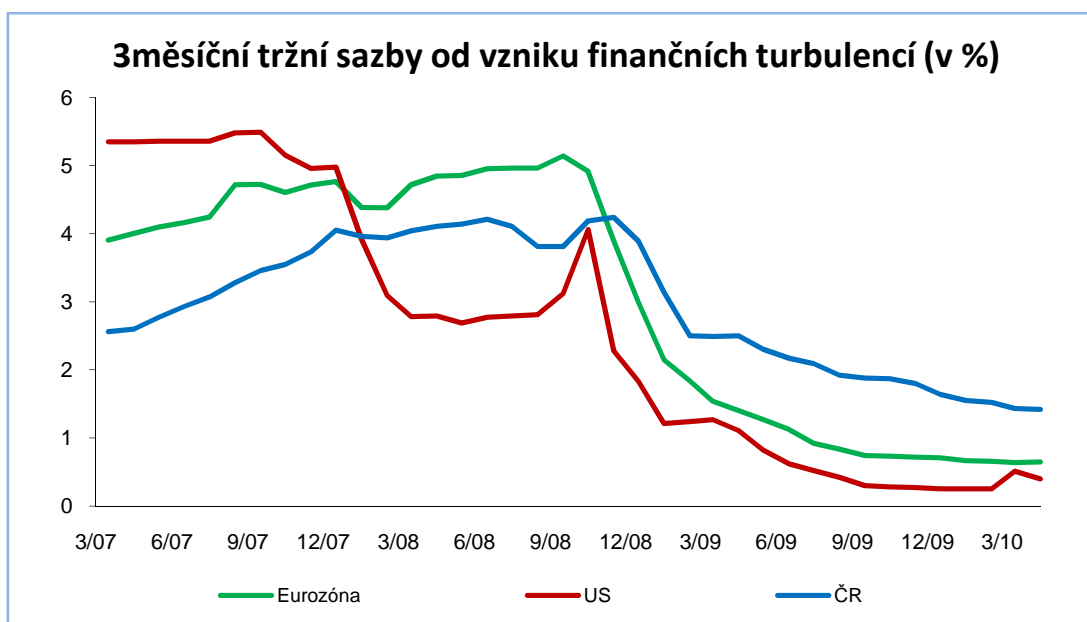
Graf 3: Tempo růstu hrubého domácího produktu ČR (9)

3.2.2 Nezaměstnanost

Důsledky recese se projevují nejen propadem HDP, ale i úbytkem pracovních míst – jak obsazených (pokles zaměstnanosti), tak i neobsazených. To má samozřejmě nepříznivý vliv na vývoj nezaměstnanosti. **Po výrazném růstu míry nezaměstnanosti by mělo být dosaženo vrcholu v roce 2010 na úrovni v průměru cca 7,4%. Poté by měla průměrná míra nezaměstnanosti začít pozvolně klesat, v roce 2011 na úroveň 7,2% a v roce následujícím na 7,0%.** Optimistický výhled v oblasti nezaměstnanosti je podpořen zlepšujícími se strukturálními charakteristikami trhu práce. Naopak mírnou nejistotu na trh práce přináší vliv připravované nové legislativy. (9,10,17)

3.2.3 Měnová politika

Klíčové centrální banky i v roce 2010 ponechávají své referenční (základní) úrokové sazby na historicky nízkých úrovních a pokračují tak v uvolňování měnové politiky, kterou započaly již v roce 2009. **ČNB také v roce 2009 přistoupila ke snížení základní sazby až na úroveň 1%.** Na začátku května roku 2010 došlo k dalšímu snížení, dokonce **na 0,75%** (viz Graf 2). Nízké úrovně referenčních úrokových sazeb ovlivnily rovněž krátkodobé úrokové sazby peněžního trhu (viz Graf 4).



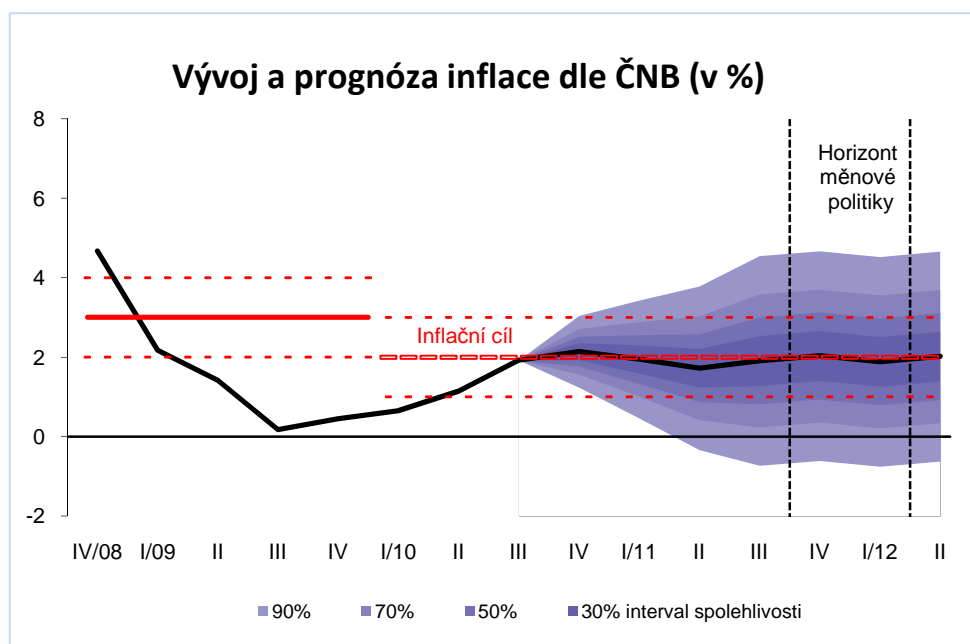
Graf 4 – Vývoj 3měsíčních tržních sazeb (9)

Prostředí nízkých úrokových sazeb by mělo dále přispívat ke schopnosti finančních institucí, podniků i domácností vyrovnat se s dopady krize a recese.

3.2.4 Inflace

ČNB aktuálně cíluje celkovou inflaci v České republice na hodnotu dvou procentních bodů. Celková inflace se zvýšení ve třetím čtvrtletí dostala na inflační cíl (Graf 5). Zvýšení inflace bylo způsobeno zrychlením růstu cen potravin a regulovaných cen. Proti růstu působilo zpomalení růstu pohonných hmot. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou v současnosti příliš patrné.

V příštích letech se očekává, že se celková inflace bude v celém horizontu prognózy nacházet poblíž inflačního cíle. V podnikatelské sféře se bude v důsledku mírného oživení ekonomické aktivity postupně zvyšovat růst mezd a tím i nákladů firem. Naopak protiinflačně budou v roce 2011 vlivem nedávného posílení kurzu koruny působit dovozní ceny. Zrychlovat by měl i růst cen potravin jako reakce na prudký růst cen zemědělských produktů a růst regulovaných cen z důvodu zvýšení cen elektrické energie. (9,10,17)



Graf 5 - Vývoj a prognóza inflace dle ČNB (9)

Vějířový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Nejtmavší pásma kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %. (9)

3.3 Celkové zhodnocení současné ekonomické situace

Ekonomiky všech vyspělých zemí prošly podobným, resp. stejným vývojem. **Po prasknutí bubliny na hypotečním trhu v roce 2006 a následném celosvětovém propadu akciových trhů v roce 2008 v důsledku globální finanční krize, upadly ekonomiky vyspělých zemí v roce 2009 do nečekaně hluboké recese.** V druhé polovině roku 2009, kdy pominula nejtěžší fáze recese, se začala světová ekonomika postupně oživovat. Za tímto křehkým oživením stála především podpůrná opatření hospodářských politik jednotlivých zemí.

Obnova dynamického růstu ekonomik je však spojena s mnoha nejistotami, protože je spíše založena na rozsáhlých stimulech hospodářských politik než na zotavení poptávky podniků a domácností. Další stimuly ze strany fiskální politik jednotlivých zemí již nejsou příliš pravděpodobné. Hospodářský růst by tedy dále měla podpořit hlavně expanzivní monetární politika centrálních bank. Centrální banky

udržují své referenční sazby na dlouholetých minimech a v krátkém časovém horizontu se neočekává jejich navýšení.

Z výše uvedených závěrů lze konstatovat, že **ekonomiky všech vyspělých zemí**, mezi které zcela jistě patří i Česká republika, **mají období nejtěžší recese (pomyslné „dno“)** **za sebou a nachází se v období sice pozvolného, ale zřejmého hospodářského růstu.**

Lze očekávat, že se budoucí ekonomický růst jednoznačně projeví i na akciových trzích. Z makroekonomického pohledu se ekonomiky vyspělých zemí nachází v bodě 2 hospodářského cyklu (viz. Obrázek 4), tzn. v období konjunktury. **V této fázi by měli investoři začít nakupovat akcie, jejichž tržní ceny by měli začít postupně stoupat. Z tohoto důvodu lze konstatovat, že se jedná o příznivé období pro investici do akcií.**

4 ANALÝZA INVESTIČNÍCH PŘÍLEŽITOSTÍ

Jelikož je zamýšlená investice v českých korunách, bude analýza investičních příležitostí zaměřena na kapitálový trh České republiky. Finanční investiční instrumenty, do kterých je možné na kapitálovém trhu České republiky investovat, jsou především dluhopisy (dluhové cenné papíry) a akcie (majetkové cenné papíry).

Při analýze dluhopisů bylo zjištěno, že tato investice nevyhovuje parametrům požadovaným společností LOMAX & Co s.r.o., a to především potenciálním výnosem. Zhodnocení např. pětiletého státního dluhopisu se pohybuje kolem 2,38%, přičemž společnost požaduje mnohem vyšší zhodnocení (Zdroj 8).

Proto bude analýza investičních příležitostí zaměřena na podnikové akcie. Pro analýzu bude vybráno pět nejlikvidnější akcí na českém kapitálovém trhu. Jsou to akcie obchodované v systému SPAD na Burze cenných papírů Praha (BCPP), která je největším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. Akcie zařazené ve SPAD jsou považovány za tzv. „Blue chips“ mají trhem zajištěnou dostatečnou likviditu.

4.1 ČEZ, a.s.

4.1.1 Základní informace o společnosti

Společnost byla založena v roce 1992 Fondem národního majetku ČR. Primární podnikatelskou činností je výroba, nákup, distribuce a prodej elektřiny a podpůrných služeb. Sekundární podnikatelskou činností je výroba, rozvod a prodej tepla, zpracování vedlejších energetických produktů, poskytování inženýrských služeb a těžba uhlí.

V roce 2003 vznikla Skupina ČEZ (spojením ČEZ, a. s. se společnostmi Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika). Skupina ČEZ se tak stala nejen nejsilnějším subjektem na domácím trhu s elektřinou, ale také nejvýznamnějším energetickým uskupením regionu střední a východní Evropy.

Cesty na nové trhy se Skupině ČEZ otevřely po úspěšných akvizicích distribučních firem v Bulharsku a Rumunsku, jakož i elektráren v Polsku a Bulharsku. V průběhu roku 2006 přibýly do Skupiny ČEZ nové dceřiné společnosti v Srbsku, Kosovu, Bosně a Hercegovině a na Ukrajině. V roce 2008 uspěla společnost ČEZ v konsorciu s tureckým partnerem v aukci na tureckou distribuční společnost Sedas a pronikla tak i na turecký trh. K 31. 12. 2009 tvořilo konsolidační celek Skupiny ČEZ celkem 99 společností, včetně mateřské společnosti ČEZ, a. s. (12)

Základní informace o emisi

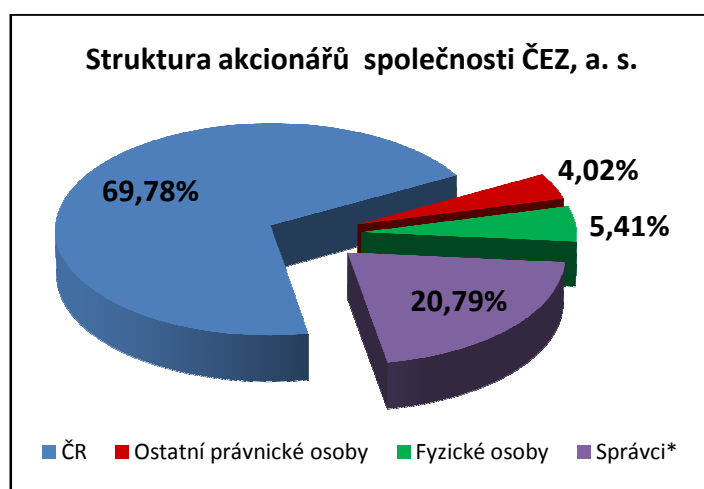
<i>Základní informace o emisi</i>	
Závěrečný kurz k 30.11.	752,00 Kč
Počet emitovaných akcií	537 989 759 ks
Free-float	30,22%
Primární trh	BCPP
Váha v PX	22,05%
ISIN	CZ0005112300
52 týdenní max.	950,00 Kč
52 týdenní min.	736,00 Kč

Tabulka 2: Základní informace o emisi akcií ČEZ, a.s. (7)

Akcie společnosti ČEZ, a.s. se obchodují primárně na Burze cenných papírů Praha, dále na trzích: RM-Systém, česká burza cenných papírů (Česká republika); Frankfurt; Xetra; Berlín; Mnichov; Stuttgart (Německo) a ve Varšavě (Polsko).

Struktura akcionářů

Základní kapitál společnosti činí 53 798 975 900 Kč a je rozvržen na 537 989 759 kusů akcií ve jmenovité hodnotě 100 Kč. Struktura akcionářů společnosti ČEZ, a. s. je zobrazena na následujícím grafu¹.



Graf 6: Struktura akcionářů - ČEZ, a.s. (12)

Dividendová politika

Společnost vyplácí dividendy pravidelně již od roku 2001 (Tabulka 3). Jejich absolutní výše je dána dosaženým ziskem společnosti v jednotlivých letech. Poslední **dividenda (za rok 2009) byla vyplacena ve výši 53,- Kč na jednu akcii, celkový objem vyplacených dividend v roce 2009 představuje přibližně 55% z konsolidovaného zisku po zdanění.** V roce předchozím to bylo přibližně 56%.

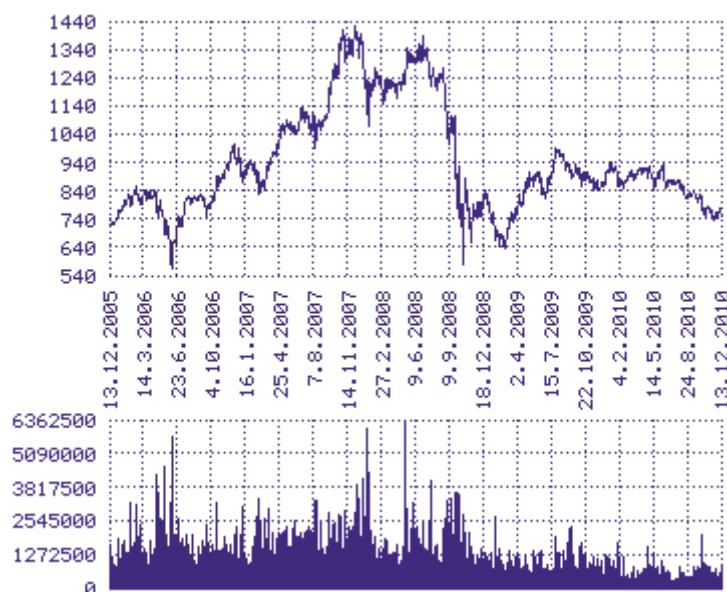
Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dividenda na akcii [v Kč]	2,50	4,50	8,00	9,00	15,00	20,00	40,00	50,00	53,00

Tabulka 3: Přehled vyplácených dividend společnosti ČEZ, a.s. (12)

¹ Stav k 31.12.2009

* právnická osoba, která zajišťuje na základě smlouvy o správě cenných papírů veškeré právní úkony, které jsou nutné k výkonu zachování práv spojených s určitým cenným papírem.

Pětiletý vývoj kurzu akcie společnosti



Graf 7: Pětiletý vývoj kurzu akcie společnosti ČEZ, a.s. (7)

Tržní hodnota (kurz) akcie společnosti ČEZ, a.s. zaznamenala v roce 2008, kdy se naplno projevila krize na akciových trzích, velký pokles. Hodnota akcie se propadla přibližně o 48%, z 1340,- Kč až na hodnotu 640,- Kč.

4.1.2 Finanční analýza společnosti

V rámci finanční analýzy bude provedeno zhodnocení hospodaření společnosti za období 2005 – 2009. Základními zdroji dat pro finanční analýzu jsou výroční zprávy Skupiny ČEZ, a v nich obsažené konsolidované účetní závěrky sestavené v souladu s IFRS.

Cílem finanční analýzy za období 2005 – 2009 je analyzovat důležité informace o hospodaření společnosti, jedná se však o informace z minulosti, které mají z pohledu zhodnocení budoucího vývoje společnosti spíše „jen“ informativní charakter. Proto jim nebude věnovaná větší pozornost ve formě hlubší analýzy. Mnohem vyšší pozornost bude zaměřena na analýzu zveřejněných výsledků hospodaření Skupiny ČEZ za třetí čtvrtletí roku 2010. Tyto výsledky by mohly výrazně napovědět, jakých celkových hospodářských výsledků společnost za celý hospodářský rok 2010 dosáhne. (12)

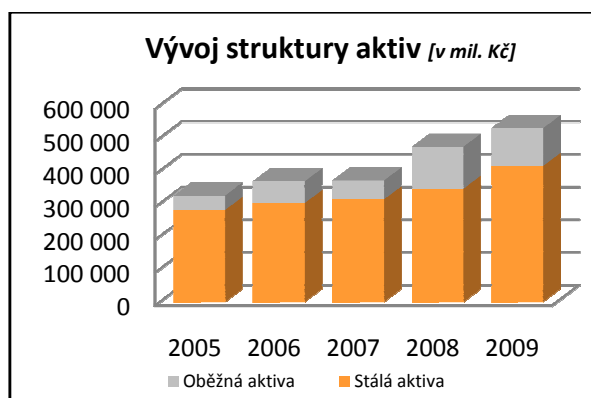
4.1.2.1 Horizontální a vertikální analýza

Vývoj struktury aktiv

Vývoj struktury aktiv [v mil. Kč]					
rok	2005	2006	2007	2008	2009
Stálá aktiva	280 400	301 989	313 081	345 205	414 955
Oběžná aktiva	43 809	66 666	57 861	127 970	115 304
Celková aktiva	324 209	368 655	370 942	473 175	530 259

Tabulka 4: Vývoj struktury aktiv – ČEZ, a.s. (12)

Skupina ČEZ ve sledovaném období meziročně neustále zvyšovala objem svých aktiv. Důvodem byla především realizace zahraničních akvizic. Celková aktiva k 31.12.2009 dosahovala objemu 530,26 mld. Kč. Z toho stálá aktiva v objemu 414,95 mld. Kč tvořila přibližně 78% a oběžná aktiva v objemu 115,3 mld. Kč tvořila 22% z celkových aktiv. Převaha stálých aktiv znamená, že se jedná o kapitálově těžkou firmu. (12)



Graf 8: Vývoj struktury aktiv – ČEZ, a.s. (Zdroj: vlastní)

Vývoj struktury pasiv

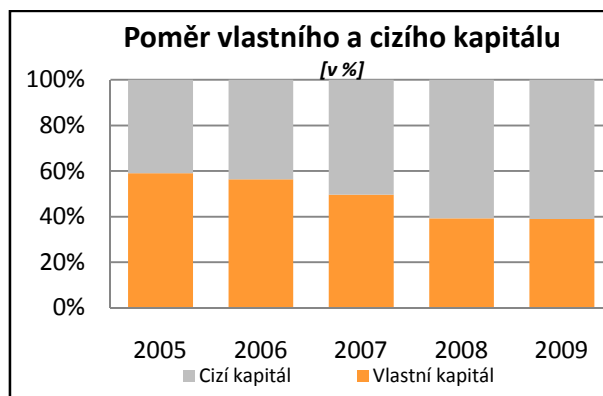
Struktura pasiv nás informuje o tom, z jakých zdrojů byla pořizována aktiva společnosti. S rostoucím objemem aktiv se přímo úměrně zvyšoval i objem potřebného kapitálu.

Vývoj struktury pasiv [v mil. Kč]					
Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál	191 289	207 653	184 226	185 410	206 675
Cizí kapitál	132 920	161 002	186 716	287 765	323 584
Celkový kapitál	324 209	368 655	370 942	473 175	530 259

Tabulka 5: Vývoj struktury pasiv – ČEZ, a.s. (12)

Celkový kapitál v roce 2009 vzrostl v porovnání s rokem předchozím o 57,08 mld. Kč (nárůst o 12%), přitom se vlastní kapitál zvýšil o 21,26 mld. (nárůst o 11,5%) a cizí kapitál o 35,82 mld. Kč (nárůst o 11%).

Z níže uvedeného grafu (Graf 9) je zřejmé, že poměr vlastního a cizího kapitálu se ve sledovaném období mění a směřuje k vyššímu zadlužení. V roce 2005 byl poměr přibližně 59:41, ale v roce 2009 byl poměr 39:61.



Graf 9: Poměr vlastního a cizího kapitálu – ČEZ, a.s. (Zdroj: vlastní)

4.1.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti					
rok	2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost [koef.]	0,41	0,44	0,50	0,61	0,61
Zadluženost vlastního kapitálu [koef.]	0,69	0,78	1,01	1,55	1,57
Míra samofinancování [koef.]	0,59	0,56	0,50	0,39	0,39

Tabulka 6: Ukazatele zadluženosti – ČEZ, a.s. (Zdroj: vlastní)

Společnost na začátku sledovaného období vykazovala nízkých hodnot zadluženosti, které se postupně začaly zvyšovat. Zvyšující se zadluženost znamená vyšší riziko pro další potencionální investory, kteří by v případě zájmu o investici vyžadovali vyšší prémii za riziko a tím i vyšší hodnoty požadované výnosnosti investice. V praxi to může např. znamenat, že společnost získá další úvěr za méně výhodných podmínek (požadované vyšší úročení). Zadluženost na úrovni 0,61 (61%) je vyšší a znamená, že poměrně velká část stálých aktiv je financována z cizích zdrojů.

Ukazatele rentability

<i>Ukazatele rentability</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
ROA (EAT) [v %]	6,9	7,8	11,5	10,0	9,8
ROA (EBIT) [v %]	8,4	10,2	13,8	12,8	12,2
ROE [v %]	11,6	13,8	23,2	25,5	22,6
ROS [v %]	17,8	18,0	24,5	25,7	26,4

Tabulka 7: Ukazatele rentability – ČEZ, a.s. (Zdroj: vlastní)

Společnost dosahuje za celé sledované období obecně velmi dobrých výsledků v oblasti rentability. ROA – rentabilita aktiv za rok 2009 je na dobré úrovni a hodnota 9,8% znamená, že na jednu korunu majetku společnosti připadá přibližně 9,8 haléřů čistého zisku. ROE – rentabilita vlastního kapitálu je na vynikající úrovni, protože hodnota 25,1% daleko převyšuje zhodnocení státních dluhopisů a značí, že na jednu korunu investovanou akcionářem připadá přibližně 25 haléřů čistého zisku. Nejvyšších hodnot však dosahuje ukazatel ROS – rentabilita tržeb, a to v celém sledovaném období. Z jedné koruny tržeb dokáže společnost vytvořit přibližně 26,4 haléřů čistého zisku.

Ukazatele likvidity

<i>Ukazatele likvidity</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Celková likvidita [koef.]	1,33	1,42	0,93	0,83	0,88
Pohotová likvidita [koef.]	1,20	1,31	0,85	0,78	0,82
Okamžitá likvidita [koef.]	0,51	0,66	0,20	0,11	0,20

Tabulka 8: Ukazatele likvidity – ČEZ, a.s. (Zdroj: vlastní)

Z výše uvedené tabulky je možné konstatovat, že společnost ve sledovaném období snižuje svoji už tak dosti nízkou likviditu. Nižší hodnoty jsou efektivnější, protože zvyšují rentabilitu, ale jsou obecně rizikovější. Celková likvidita rozhodně nedosahuje ideálních hodnot, které by se měly pohybovat v rozmezí 1,5 až 2,5. Hodnota 0,88 v podstatě značí, že v daný okamžik by společnost (po přeměně oběžných aktiv na hotovost) nebyla schopna uspokojit všechny své věřitele. Nízkých hodnot dosahují všechny tři stupně likvidity.

Ukazatele aktivity

<i>Ukazatele aktivity</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Obrat celkových aktiv [koef.]	0,39	0,43	0,47	0,39	0,37
Obrat stálých aktiv [koef.]	0,45	0,53	0,56	0,53	0,47
Doba obratu zásob [dny]	12,7	12,4	11,0	15,4	14,5
Doba obratu pohledávek [dny]	42,6	36,8	49,2	81,7	85,0
Doba obratu závazků [dny]	94,8	105,6	127,9	300,7	240,3

Tabulka 9: Ukazatele aktivity – ČEZ, a.s. (Zdroj: vlastní)

Obrat celkových aktiv je na poměrně nízkých úrovních, což je dáno tím, že se jedná o kapitálově těžkou firmu (společnost má velký poměr stálých aktiv). Doba obratu zásob na uvedené úrovni značí, že průměrný počet dnů do doby spotřeby nebo prodeje zásob je více než 14 dní. Při dobrém řízení zásob by se měla hodnota snižovat. Doba obratu pohledávek informuje o tom, že od vzniku pohledávky k jejímu uhrazení uplyne průměrně 85 dnů. Naopak doba obratu závazků nás informuje o tom, že od vzniku závazku po jeho úplné zaplacení uplyne průměrně 240 dnů. Dobrým signálem je fakt, že doba obratu závazků je mnohem delší než doba obratu pohledávek. Znamená to, že odběratelé poskytují společnosti levný zdroj financování v podobě provozního úvěru.

Ukazatele tržní hodnoty firmy

<i>Ukazatele tržní hodnoty</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Dividenda na akcii – DPS [Kč]	15,0	20,0	40,0	50,0	53,0
Čistý zisk na akcii – EPS [Kč]	41,4	53,5	79,5	88,0	96,4
Price earning ratio – P/E [koef.]	13,3	14,4	17,6	9,8	7,8
Dividendový výplatní poměr [koef.]	0,36	0,37	0,50	0,57	0,55
Aktivační poměr [koef.]	0,64	0,63	0,50	0,43	0,45
Udržitelná míra růstu [%]	7,4	8,7	11,5	11,0	10,2

Tabulka 10: Ukazatele tržní hodnoty firmy – ČEZ, a.s. (Zdroj: vlastní)

Velice pozitivním signálem pro investory je meziroční nárůst čistého zisku na akcii. Dokonce i v roce 2009, kdy většina firem procházela ekonomicky nejobtížnějším obdobím. Při téměř konstantním výplatním poměru okolo 0,55 to vedlo k meziročnímu zvýšení dividend o 6%.

4.1.2.3 Analýza hospodářských výsledků za 3Q 2010

Společnost ČEZ, a.s. zveřejnila své hospodářské výsledky za třetí čtvrtletí 2010 v úterý 9. listopadu 2010.

Hospodářské výsledky velice pozitivně překvapily a překonaly očekávání trhu ve všech položkách, od tržeb až po čistý zisk. Společnost dokázala eliminovat negativní ekonomický vliv v podobě poklesu cen elektřiny vyššími prodeji elektřiny, zemního plynu a tepla. Pozitivní vliv na hospodářské výsledky měly také některé zahraniční akvizice.

Hospodářské výsledky ČEZ za 3Q 2010¹ [mil. Kč]				
	3Q 2010	3Q 2009	2009/2010	Tržní konsensus³
Provozní výnosy	45 705	43 755	4,5%	44 103
Provozní zisk před odpisy (EBITDA)	19 987	19 179	4,2%	28 484
Provozní zisk (EBIT)	14 265	13 628	4,7%	12 484
Čistý zisk (EAT)	11 504	12 051	-4,5%	10 100
Čistý zisk pro akcionáře	11 449	11 942	-4,1%	10 000

Hospodářské výsledky ČEZ za 9M 2010² [mil. Kč]				
	9M 2010	9M 2009	2009/2010	Tržní konsensus
Provozní výnosy	144 388	140 816	2,5%	142 786
Provozní zisk před odpisy (EBITDA)	67 174	71 005	-5,4%	65 671
Provozní zisk (EBIT)	50 021	54 472	-8,2%	48 240
Čistý zisk (EAT)	40 213	47 266	-14,9%	38 809
Čistý zisk pro akcionáře	40 108	46 799	-14,3%	38 659

Tabulka 11: Hospodářské výsledky za 3Q 2010 – ČEZ, a.s. (11)

Výnosy

Společnost dosáhla lepších než očekávaných výsledků především díky provozním výnosům. V oblasti tržeb se z důvodu poklesu cen elektřiny z 62 EUR/MWh na 54 EUR/MWh očekávala stagnace. (11)

¹ Zkratka „3Q“ znamená, že hodnota byla dosažena za třetí kvartál, tzn. za období od 1.7. do 30.9. příslušného roku.

² Zkratka „9M“ znamená, že hodnota byla dosažena za období od 1.1. do 30.9. příslušného roku.

³ Tržní konsensus dle agentury Reuters

Tento negativní vliv na provozní výnosy však byl kompenzován vyššími prodeji elektřiny, zemního plynu, tepla (růst výroby v Polsku, akvizice Teplárny Trmice) a těžby uhlí (meziroční nárůst +6,3%). Stagnace tržeb se tak nepotvrdila a tržby za 9M 2010 dosáhly hodnoty 144,39 mld. Kč, což představuje meziroční nárůst o 2,5%.

Na výnosech se i nadále negativně podepisuje nejdůležitější segment - Výroba a obchod, když výnosy z tohoto segmentu za 9M 2010 zaznamenaly právě kvůli nižším prodejním cenám elektřiny meziroční pokles o 7%. V samotném 3Q 2010 se však výnosy tohoto segmentu stabilizovaly a meziročně vzrostly o 0,5 mld. Kč. Přispěly k tomu mimo jiné i vyšší výnosy z prodeje emisních povolenek (meziroční nárůst o 200 mil. Kč za 3Q). (11)

Provozní náklady

Provozní náklady za 3Q vzrostly z důvodu zvýšené produkce a prodejů na 31,4 mld. Kč. Do provozních nákladů za 9M 2010, které se meziročně zvýšily o 6%, se promítla vyšší spotřeba v uhelných elektrárnách, zahrnutí spotřeby v Teplárně Trmice, začlenění nové akvizice (distribuční společnost v Albánii) a také odstávka v jaderné elektrárně Temelín v souvislosti se změnou paliva. Díky vyšším tržbám to však znamená vyšší ziskové marže.

Zisk

Provozní zisk Skupiny ČEZ před odpisy (EBITDA) za 9M 2010 meziročně klesl o 3,8 mld. Kč (o 5,4%) na 67,2 mld. Kč, přičemž čistý zisk (EAT) klesl o 7,1 mld. (o 14,9%) na 40,2 mld. Kč. Přestože se v obou případech jedná o meziroční poklesy, výsledky předčily očekávání všech renomovaných analytiků.

Na základě těchto skutečností **Skupina ČEZ potvrzuje, že očekávané hospodářské výsledky za rok 2010 se nemění a zůstávají na těchto úrovních: Provozní zisk před odpisy (EBITDA) na úrovni 88,7 mld. Kč, provozní zisk (EBIT) 63,1 mld. Kč a čistý zisk (EAT) 46,7 mld. Kč. (11)**

4.1.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Ještě před tím, než budou provedeny výpočty vnitřní hodnoty akcie, je třeba stanovit ukazatele, které budou hrát při těchto výpočtech důležitou roli. Jedná se o **míru růstu dividend (g)** a **požadovanou konstantní míru výnosu (diskontní míru – r_d)**.

Míru růstu dividend je možné odvodit od firemních finančních ukazatelů tzv. udržovacím růstovým modelem:

$$g = ROE \cdot b = ROE \cdot (1 - VP),$$

Z výsledků finanční analýzy bylo zjištěno, že dividendový výplatní poměr byl na úrovni 0,55 a v posledních letech dosahoval velice podobné úrovně, proto může být tento poměr považován za „konstantní“. Hodnota ROE byla stanovena na úrovni 0,226 (22,6%).

$$g = 0,226 \cdot (1 - 0,55) = 0,1017 \doteq \mathbf{0,102 (10,2\%)}$$

Míra růstu dividend akcií společnosti ČEZ, a.s. je stanovena na hodnotu 0,102 (10,2%).

Dle modelu CAPM se stanoví **požadovaná výnosová míra (diskontní míra)**:

$$r_d = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$$

Bezriziková výnosová míra r_f je na úrovni 0,0238 (2,38%) a byla odvozena od výnosové míry pětiletého státního dluhopisu (Zdroj 8). Tržní výnosová míra r_m je na úrovni 0,1465 (14,65%) a byla vypočtena podle výnosnosti indexu PX (průměrná roční výnosnost indexu za poslední dva roky). Koeficient beta β_i měří volatilitu výnosové míry akcie ČEZ, a.s. vzhledem k volatilitě akciového trhu (indexu PX). Hodnota tohoto koeficientu byla stanovena výpočtem na úroveň 0,99. Způsob výpočtu, viz. Příloha 2.

$$r_d = 0,0238 + 0,99 \cdot (0,1465 - 0,0238) \doteq \mathbf{0,145 (14,5\%)}$$

Požadovaná výnosová míra akcií společnosti ČEZ, a.s. byla stanovena na hodnotu 0,145 (14,5%).

Dividendový diskontní model

Gordonův dividendový diskontní model

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r_d - g} = \frac{D_1}{r_d - g}$$

Vyplacená dividendy za rok 2009 (D_0) dosáhla 53,- Kč, míra růstu dividend (g) byla stanovena na 0,102 (10,2%) a požadovaná výnosová míra (r_d) na 0,145 (14,5%).

$$VH_A = \frac{53 \cdot (1 + 0,102)}{0,145 - 0,102} = \frac{58,406}{0,043} \doteq \mathbf{1\,358,30\,Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti ČEZ, a.s. byla dividendovým diskontním modelem stanovena na 1 358,30 Kč.

Ziskový model

Při výpočtu vnitřní hodnoty akcie se bude vycházet z jednostupňového ziskového modelu. Čistý zisk na akcii (E_1) vychází z analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010.

$$VH_A = E_1 \cdot \frac{VP_F}{(r_d - g)}$$

Předpokládaný čistý zisk na akcii (EPS) je na základě analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010 odhadován na úrovni 86,80 Kč/akcie. Fixní dividendový výplatní poměr (VP_F) je stanoven na úrovni 0,55.

$$VH_A = 86,8 \cdot \frac{0,55}{(0,145 - 0,102)} = \mathbf{1\,110,20\,Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti ČEZ, a.s. byla jednostupňovým ziskovým modelem stanovena na 1110,20 Kč.

4.1.4 SWOT analýza

Silné stránky

- Velice stabilní společnost se silným postavením na trhu s elektřinou nejen v ČR, ale celé střední a jižní Evropě
- Výborné hospodářské výsledky - nízké zadlužení, vysoká rentabilita
- Transparentní dividendová politika

Slabé stránky

- Majoritním akcionářem je stát

Příležitosti

- Vyšší budoucí výnosy vlivem zvýšení cen elektřiny
- Dostavba dvou bloků jaderné elektrárny Temelín

Hrozby

- Případný pokles cen elektřiny
- Další omezení rozsáhlé investiční politiky a akvizic
- Budoucí dopady výstavby a zapojování obnovitelných zdrojů výroby elektrické energie (výkup za vyšší ceny, destabilizace napětí v rozvodné síti)

4.2 TELEFÓNICA O2 CZECH REPUBLIC, a.s.

4.2.1 Základní informace o společnosti

„Telefónica O2 Czech Republic, a.s. je předním integrovaným telekomunikačním operátorem na českém trhu. V současnosti provozuje téměř sedm miliónů mobilních a pevných linek, což z ní činí jednoho z vedoucích poskytovatelů plně konvergentních služeb na světě.“¹

„Nabízí nejucelenější nabídku hlasových a datových služeb v České republice. Mimořádnou pozornost věnuje využití růstového potenciálu především v datové a internetové oblasti. Společnost provozuje nejrozsáhlejší pevnou a mobilní síť včetně sítí 3. generace – datovou síť CDMA a síť UMTS, která umožňuje přenos dat, hlasu, obrazu a videa. Telefónica O2 Czech Republic je také předním poskytovatelem ICT služeb v zemi.“¹

„Skupina Telefónica O2 Czech Republic, a.s. („Skupina“) se skládá z Telefónica O2 Czech Republic, a.s. („Společnost“) a dceřiných společností:

Telefónica O2 Slovakia, s.r.o.; Telefónica O2 Business Solutions, spol. s r.o.; SPT TELECOM (Czech Republic) Finance B.V.; CZECH TELECOM Germany GmbH a CZECH TELECOM Austria GmbH.

Skupina je členem Skupiny Telefónica („Skupina Telefónica“) s mateřskou společností Telefónica, S.A. („Telefónica“).“² **(21)**

¹*O společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s* [online]. [cit. 2010-11-21]. Dostupné z: http://www.o2.cz/osobni/3017-profil_spolecnosti/.

² *Výroční zpráva za rok 2009* [online]. [cit. 2010-11-21]. Dostupné z: http://www.o2.cz/osobni/3040-vyrocní_a_pololetní_zpravy/.

Informace o emisi

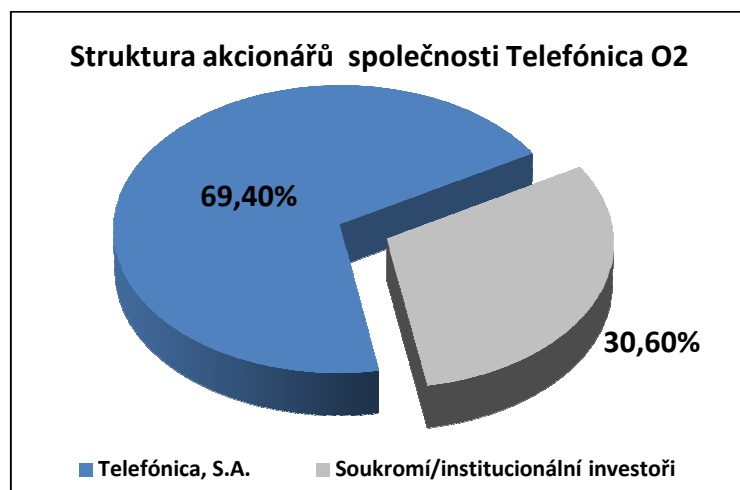
Akcie Společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s. (dále jen „Telefónica O2“) jsou obchodovány na trzích: Burza cenných papírů Praha a RM-Systém, česká burza cenných papírů (Česká republika), a dále na London Stock Exchange ve formě globálních depozitních certifikátů (GDR). (21)

<i>Základní informace o emisi</i>	
Závěrečný kurz k 30.11.	370,60 Kč
Počet emitovaných akcií	322 089 890 ks
Free-float	30,60%
Primární trh	BCPP
Váha v PX	12,80%
ISIN	CZ0009093209
52 týdenní max.	455,00 Kč
52 týdenní min.	369,00 Kč

Tabulka 12: Základní informace o emisi akcií Telefónica O2 (7)

Struktura akcionářů

Základní kapitál společnosti činí 32 208 989 000,- Kč a je rozvržen na 322 089 890 kusů akcií ve jmenovité hodnotě 100 Kč. Struktura akcionářů společnosti je zobrazena na následujícím grafu¹. (21)



Graf 10: Struktura akcionářů – Telefónica O2 (21)

¹ Stav k 31.12.2009

Dividendová politika

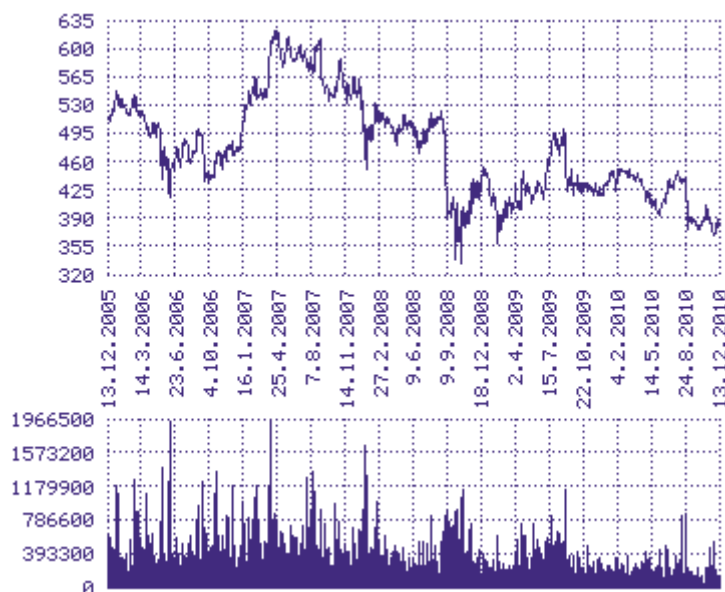
V současné době nemá společnost žádnou platnou oficiální dlouhodobou dividendovou politiku. Opakovaně však deklarovala záměr nezadržovat přebytečnou hotovost. O výplatě dividend bude každoročně rozhodováno na základě důkladné analýzy hospodářských výsledků, hotovostních toků a plánovaných investic.

Společnost vyplácí dividendy pravidelně již od roku 2005 (Tabulka XXX). Jejich absolutní výše je dána dosaženým ziskem společnosti v jednotlivých letech a dosahuje poměrně stabilních hodnot. Poslední **dividenda (za rok 2009) byla vyplacena ve výši 40,- Kč na jednu akcii, přičemž čistý zisk na jednu akcii činil pouze 38,5 Kč. (21)**

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Dividenda na akcii [v Kč]	45,00	50,00	50,00	50,00	40,00

Tabulka 13: Přehled vyplácených dividend - Telefónica O2 (21)

Pětiletý vývoj kurzu akcie společnosti



Graf 11: Pětiletý vývoj kurzu akcií - Telefónica O2 (7)

4.2.2 Finanční analýza

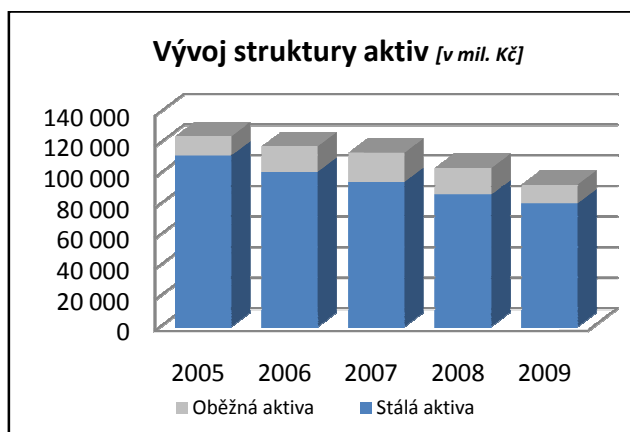
4.2.2.1 Horizontální a vertikální analýza

Vývoj struktury aktiv

<i>Vývoj struktury aktiv [v mil. Kč]</i>					
<i>rok</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Stálá aktiva	111 719	101 027	94 519	86 262	80 411
Oběžná aktiva	12 492	16 638	19 033	17 361	12 357
Celková aktiva	124 211	117 665	113 552	103 623	92 768

Tabulka 14: Vývoj struktury aktiv – Telefónica O2 (21)

Struktura aktiv společnosti Telefónica O2 je tvořena přibližně z 87% stálými aktivy. Relativně nižší stav oběžných aktiv je dán předmětem podnikání, kdy společnost nabízející telekomunikační služby nedosahuje tak vysokých objemů oběžných aktiv (jako např. zásoby u výrobních podniků). Oběžná aktiva jsou tvořena především pohledávkami za odběrateli a peněžními prostředky.



Graf 12: Vývoj struktury aktiv – Telefónica O2 (21)

V přehledu aktiv společnosti je ve sledovaném období patrný trend přibližně 9%-ního meziročního snižování objemu celkových aktiv. Snižování se týká jak stálých aktiv, která za sledované pětileté období snížila svoji hodnotu celkem o 31,3 mld. Kč (pokles o 28%), tak oběžných, která poklesla meziročně téměř o 5,85 mld. Kč (pokles o 29%). Příčinou meziročního poklesu účetní hodnoty stálých aktiv jsou odpisy, zatímco u běžných aktiv to je snížení množství peněz a peněžních ekvivalentů.

Vývoj struktury pasiv

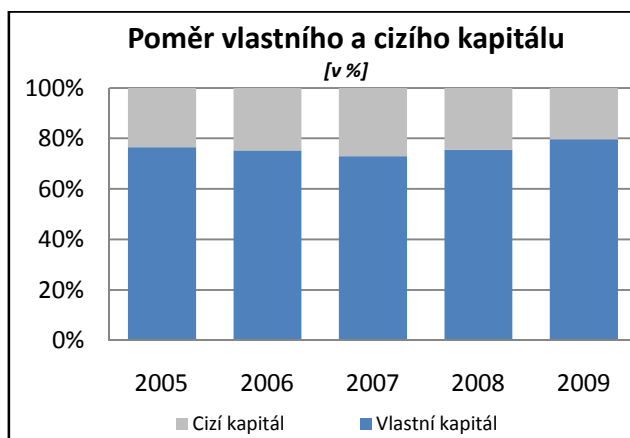
Vývoj struktury pasiv [v mil. Kč]					
rok	2005	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál	94 975	88 481	82 792	78 168	73 879
Cizí kapitál	29 236	29 184	30 760	25 455	18 889
Celkový kapitál	124 211	117 665	113 552	103 623	92 768

Tabulka 15: Vývoj struktury pasiv – Telefónica O2 (21)

Kapitál společnosti je tvořen téměř z 80% vlastními zdroji. Zadluženost je tedy na poměrně nízkých úrovních a meziročně se neustále snižuje. Poslední meziroční pokles cizího kapitálu byl ve výši 6,6 mld. Kč (pokles o 26%). Důvodem bylo snížení rezerv a závazků vůči věřitelům.

Snížení nerozděleného zisku o 4,3 mld. Kč zapříčinilo meziroční snížení celkového vlastního kapitálu o 5,5%.

Poměr vlastního a cizího kapitálu



Graf 13: Poměr vlastního a cizího kapitálu – Telefónica O2 (Zdroj: vlastní)

4.2.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele zadluženosti

<i>Ukazatele zadluženosti [koef.]</i>					
<i>rok</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost	0,24	0,25	0,27	0,25	0,20
Zadluženost vlastního kapitálu	0,31	0,33	0,37	0,33	0,26
Míra samofinancování	0,76	0,75	0,73	0,75	0,80

Tabulka 16: Ukazatele zadluženosti – Telefónica O2 (Zdroj: vlastní)

Jak je patrné z grafu XX, zadluženost společnosti je na nízkých úrovních 0,2 (20%), což je pozitivní signál hned ze dvou důvodů: Stálá aktiva jsou financována téměř výhradně vlastními zdroji a nízké zadlužení znamená nižší riziko pro investory. Tím získává společnost možnost získání levnějšího dluhového financování. Na druhou stranu, vlastní kapitál je obecně spojován s vyššími náklady na financování než kapitál cizí (díky tzv. daňovému štítu).

Ukazatele rentability

<i>Ukazatele rentability</i>					
<i>rok</i>	2005	2006	2007	2008	2009
ROA (EAT) [v %]	5,0	6,8	9,1	11,2	12,6
ROA (EBIT) [v %]	7,6	9,5	12,0	14,8	16,3
ROE [v %]	6,6	9,1	12,5	14,9	15,8
ROS [v %]	10,2	13,1	16,4	18,0	19,5

Tabulka 17: Ukazatele rentability – Telefónica O2 (Zdroj: vlastní)

Všechny ukazatele rentability meziročně zvyšovaly své hodnoty až na současné velice dobré úrovně. Hodnota rentability vlastního kapitálu (ROE) na úrovni 15,8% znamená, že na jednu korunu investovanou akcionářem připadá více než 15 haléřů čistého zisku. Tento ukazatel tedy jednoznačně splňuje důležitou podmínku, že by jeho hodnota měla převyšovat zhodnocení investice do státních dluhopisů¹. Nejvyšších hodnot dosahuje rentabilita tržeb (ROS), společnost dokáže z každé utržené koruny realizovat téměř 20 haléřů čistého zisku. Zvyšující se hodnoty tohoto ukazatele jsou dobrým signálem.

¹ Míra výnosu střednědobého státního dluhopisu (emitovaného v lednu roku 2010) byla na úrovni 2,8%

Ukazatele likvidity

<i>Ukazatele likvidity</i>					
<i>rok</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Celková likvidita [koef.]	1,16	1,31	0,88	0,94	0,99
Pohotová likvidita [koef.]	1,09	1,23	0,84	0,90	0,94
Okamžitá likvidita [koef.]	0,34	0,59	0,44	0,39	0,10

Tabulka 18: Ukazatele likvidity – Telefónica O2 (Zdroj: vlastní)

Celková likvidita na úrovni 0,99 prakticky znamená, že společnost je z krátkodobého hlediska solventní, protože kdyby proměnila svá oběžná aktiva na hotovost, byla by schopna uspokojit téměř všechny své věřitele. Pohotová likvidita je nepatrně nižší než doporučená hodnota tohoto ukazatele ¹. Snížený stav peněžních prostředků znamená i nízkou hodnotu okamžité likvidity ².

Všechny ukazatele likvidity dosahují nižších hodnot, než doporučených. To přináší na jedné straně zvýšené riziko, na straně druhé nízké hodnoty likvidit znamenají vyšší výnosnost společnosti.

Ukazatele aktivity

<i>Ukazatele aktivity</i>					
<i>rok</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv [koef.]	0,49	0,52	0,56	0,62	0,65
Obrat stálých aktiv [koef.]	0,55	0,61	0,67	0,75	0,74
Doba obratu zásob [dny]	4,2	5,8	4,9	4,3	3,7
Doba obratu pohledávek [dny]	47,3	47,8	48,9	51,4	58,7
Doba obratu závazků [dny]	63,8	74,6	123,9	102,8	74,9

Tabulka 19: Ukazatele aktivity – Telefónica O2 (Zdroj: vlastní)

Zvyšující se hodnoty obrátů celkových i stálých aktiv jsou signálem, že společnost zvyšuje efektivitu hospodaření s tímto majetkem. Za zvýšením hodnot těchto ukazatelů však stojí pouze postupné snižování účetních hodnot majetku (snížení vlivem odpisů).

¹ Jedná se o tzv. likviditu 2. stupně. Rozmezí doporučených hodnot je přibližně 1,0 – 1,5.

² Jedná se o tzv. likviditu 1. stupně. Doporučené hodnoty jsou vyšší než 0,2.

Doba obratu pohledávek roste, a tím se prodlužuje průměrná doba od vytvoření pohledávky do jejího inkasa téměř na 59 dnů. Příčinou je zvýšení objem krátkodobých pohledávek meziročně o 533 mil. Kč (nárůst o 5,8%) při snížení výnosů o 4,8 mld. Kč (pokles o 7,4%).

Doba obratu závazků se naopak zkracuje především z důvodu snížení objemu krátkodobých závazků vůči věřitelům o 5,6 mld. Kč (pokles o 31,6%). Pozitivním zjištěním ale je, že doba obratu závazků stále převyšuje dobu obratu pohledávek.

Ukazatele tržní hodnoty firmy

<i>Ukazatele tržní hodnoty firmy</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Dividenda na akcii - DPS [Kč]	45,0	50,0	50,0	50,0	40,0
Čistý zisk na akcii - EPS [Kč]	19,4	24,9	32,2	36,1	36,2
Price earning ratio - P/E [koef.]	23,4	19,5	17,5	11,9	10,4
Dividendový výplatní poměr [koef.]	2,3	2,0	1,6	1,4	1,1
Aktivační poměr [koef.]	-1,3	-1,0	-0,6	-0,4	-0,1
Udržitelná míra růstu [%]	-8,7	-9,1	-6,9	-5,7	-1,6

Tabulka 20: Ukazatele tržní hodnoty firmy – Telefónica O2 (Zdroj: vlastní)

Přestože společnost nemá oficiální dividendovou politiku, pravidelně vyplácí dividendu, která se pohybuje v rozmezí 40-50 Kč. V souvislosti s vyplácenou dividendou jsou i ostatní ukazatele. Čistý zisk na akcii (EPS) se ve sledovaném období neustále zvyšoval, což je velice dobrým signálem pro investory. Z dividendového výplatního poměru (převyšuje hodnotu 1,0) je zřejmé, že společnost ve sledovaném období vždy vyplácela dividendu, která převyšovala čistý zisk připadající na jednu akcii. Dividenda tedy byla vždy z části tvořena nerozděleným ziskem minulých let. Aktivační poměr je z tohoto důvodu po celé sledované období v záporných hodnotách, stejně jako udržitelná míra růstu. Záporné hodnoty u aktivačního poměru a udržitelné míry růstu značí, že z dlouhodobého hlediska není udržitelný tak vysoký výplatní poměr jako v minulých letech. Tento předpoklad se potvrzuje snižující se hodnotou dividendového výplatního poměru z hodnoty 2,3 roku 2005 postupně až na hodnotu 1,1 v roce 2009.

4.2.2.3 Analýza hospodářských výsledků za 3Q 2010

Společnost Telefónica O2 zveřejnila své hospodářské výsledky za třetí čtvrtletí 2010 ve středu 10. listopadu 2010.

<i>Hospodářské výsledky Telefónica O2 - 3Q 2010¹ [mil. Kč]</i>				
	<i>3Q 2010</i>	<i>3Q 2009</i>	<i>2009/2010</i>	<i>Tržní konsensus³</i>
Provozní výnosy	13 853	15 019	-7,8%	13 975
Provozní zisk (OIBDA) ²	10 401	6 778	53,5%	6 032
Provozní zisk (EBIT)	7 523	3 998	88,2%	3 318
Čistý zisk (EAT)	6 013	3 174	89,4%	3 318

<i>Hospodářské výsledky Telefónica O2 - 3Q 2010 [mil. Kč]</i>				
<i>Výsledky bez zahrnutí jednorázové položky zrušení snížení hodnoty aktiv</i>	<i>3Q 2010</i>	<i>3Q 2009</i>	<i>2009/2010</i>	<i>Tržní konsensus³</i>
Provozní výnosy	13 853	15 019	-7,8%	13 975
Provozní zisk (OIBDA) ²	6 058	6 778	-10,6%	6 032
Provozní zisk (EBIT)	3 181	3 998	-20,4%	3 318
Čistý zisk (EAT)	2 610	3 174	-17,8%	2 618

Tabulka 21: Hospodářské výsledky za 3Q 2010 - Telefónica O2 (20)

Společnost překvapila svými výsledky, když dosáhla čistého zisku 6,013 mld. Kč, tj. překonání tržních předpokladů o 2,7 mld. Kč (meziroční nárůst o 89,4%). Za tímto nečekaným nárůstem stojí jedna nečekaná a nečekaně velká bezhotovostní položka - zrušení dřívějšího snížení hodnoty aktiv, ve výši téměř 4 mld. Kč. Tato jednorázová účetní operace má velice pozitivní dopad na čistý zisk, potažmo i na kapacitu pro výplatu dividendy za rok 2010. Tabulka XX je proto rozdělena do dvou částí, v první části jsou uvedeny výsledky zahrnující položku zrušení snížení hodnoty aktiv a ve druhé části jsou uvedeny výsledky bez zahrnutí této položky.

U provozních výnosů došlo k meziročnímu propadu o 1,17 mld. Kč (pokles o 7,8%). V porovnání s tržním očekáváním na úrovni 13,97 mld. Kč však provozní výnosy dosáhly jen mírně horších hodnot (přibližně o 122 mil. Kč). Nižší výnosy však byly kompenzovány nižšími provozními náklady (marketingové a prodejní náklady).

¹ „3Q“ znamená, že hodnota byla dosažena za 3. kvartál, tzn. za období od 1.7. do 30.9. příslušného roku.

² OIBDA je konsolidovaný provozní zisk před odpisy a amortizací.

Bez zahrnutí vlivu snížení hodnoty aktiv, vykázal provozní zisk OIBDA meziroční pokles o 0,72 mld. Kč (pokles o 10,6%), ovšem ve srovnání s minulým kvartálem se jednalo o nárůst. Společnost Telefónica O2 vykázala čistý zisk ve výši 2,61 mld. Kč, zisk je téměř na úrovni tržního očekávání, kdy sice meziročně poklesl o 17,7%, ale v porovnání s minulým kvartálem vzrostl o 14%.

V celkovém hodnocení hospodářských výsledků je možné konstatovat, že kromě tržeb, které dosáhly nižších než očekávaných hodnot, jsou výsledky bez zahrnutí vlivu snížení hodnoty aktiv přibližně na úrovni tržního očekávání. Překvapivá položka má však vliv na čistý zisk společnosti a umožňuje zvýšení kapacity pro výplatu dividendy přibližně o 10 Kč na akcii. Dividenda by tak mohla zůstat na úrovni loňského roku, tedy ve výši 40,- Kč na akcii. Společnost potvrdila své celoroční cíle poklesu OIBDA o 5% až 9%.

4.2.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Míru růstu dividend (g) je možné odvodit od firemních finančních ukazatelů tzv. udržovacím růstovým modelem:

$$g = ROE \cdot b = ROE \cdot (1 - VP),$$

Z výsledků finanční analýzy bylo zjištěno, že dividendový výplatní poměr (VP) byl na úrovni 1,1 (110%). Hodnota ROE byla stanovena na úrovni 0,158 (15,8%).

$$g = 0,158 \cdot (1 - 1,1) = -0,0158 (-1,58\%)$$

Míra růstu dividend akcií společnosti Telefónica O2 je stanovena na hodnotu:

– 0,0158 (-1,58%).

Dle modelu CAPM se stanoví **požadovaná výnosová míra (diskontní míra):**

$$r_d = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$$

Bezriziková výnosová míra r_f je na úrovni 0,0238 (2,38%) a byla odvozena od výnosové míry pětiletého státního dluhopisu (Zdroj 8). Tržní výnosová míra (r_m) je na úrovni 0,1465 (14,65%) a byla vypočtena podle výnosnosti indexu PX (průměrná roční výnosnost indexu za poslední dva roky). Koeficient beta β měří volatilitu výnosové míry akcie Telefónica O2 vzhledem k volatilitě akciového trhu (indexu PX). Hodnota tohoto koeficientu byla stanovena výpočtem na úroveň 0,29. Způsob výpočtu, viz. Příloha 3.

$$k = 0,0238 + 0,29 \cdot (0,1465 - 0,0238) \doteq \mathbf{0,0594 \text{ (5,94\%)}}$$

Požadovaná výnosová míra akcií společnosti Telefónica O2 byla stanovena na hodnotu 0,0594 (5,94%).

Dividendový diskontní model

Gordonův dividendový diskontní model

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r_d - g} = \frac{D_1}{r_d - g}$$

Vyplacená dividenda za rok 2009 (D_0) dosáhla 40,- Kč, míra růstu dividend (g) byla stanovena na -0,0158 (-1,58%) a požadovaná výnosová míra (r_d) na 0,0594 (5,94%).

$$VH_A = \frac{40 \cdot (1 - 0,0158)}{0,0594 + 0,0158} = \frac{39,368}{0,0752} \doteq \mathbf{523,50 \text{ Kč}}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti Telefónica O2 byla dividendovým diskontním modelem stanovena na 523,50 Kč.

Ziskový model

Při výpočtu vnitřní hodnoty akcie se bude vycházet z jednostupňového ziskového modelu. Čistý zisk na akcii (E_1) vychází z analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010.

$$VH_A = E_1 \cdot \frac{VP_F}{(r_d - g)}$$

Předpokládaný čistý zisk na akcii (E_I) je na základě analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010 odhadován na úrovni 32,95 Kč/akcie. Dividendový výplatní poměr (VP_F) je stanoven na základě dividendové politiky společnosti na úrovni 1,0.

$$VH_A = \frac{32,95 \cdot 1}{0,0594 + 0,0158} = \frac{32,95}{0,0752} \doteq 438,20 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti Telefónica O2 byla jednostupňovým ziskovým modelem stanovena na 438,20 Kč.

4.2.4 SWOT analýza společnosti

Silné stránky

- Nízká volatilita kurzu akcií ve srovnání s indexem PX
- Velký podíl na domácím trhu pevných linek
- Nízká zadluženost společnosti
- Vysoký dividendový výplatní poměr

Slabé stránky

- Trend nahrazování pevných telefonních linek mobilním provozem a z toho vyplývající klesající výnosy ve fixním segmentu
- Regulace orgánů EU a i hovorového v pevné síti

Příležitosti

- Stanovení oficiální dividendové politiky
- Možné akvizice převážně v oblasti ICT

Hrozby

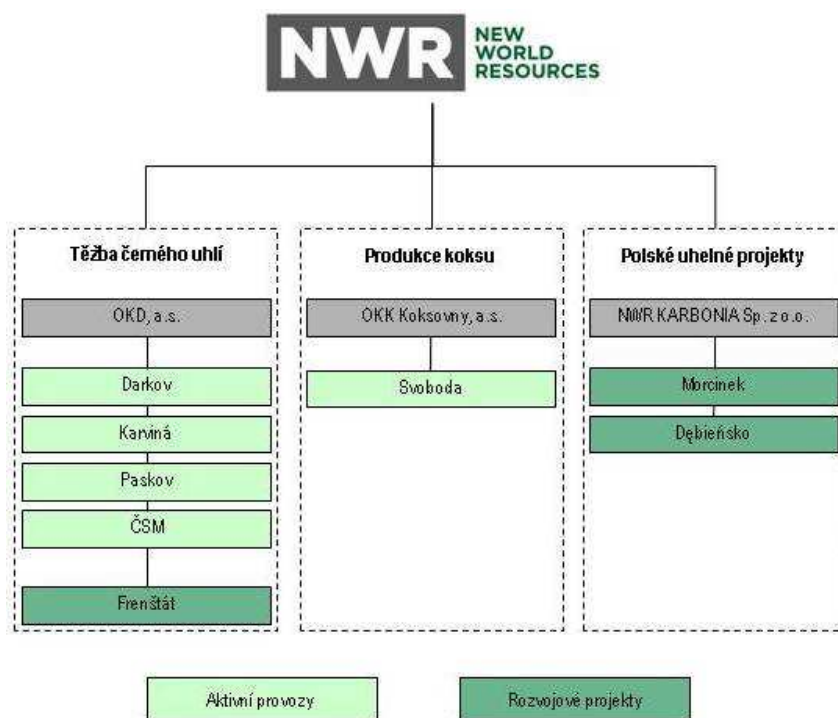
- Pokles marže OIBDA z důvodu zintenzivnění konkurence v mobilním segmentu
- Pokračující pokles pevných linek

4.3 NEW WORLD RESOURCES N.V.

4.3.1 Základní informace o společnosti

New World Resources N. V. (dále jen "NWR") sídlí v Nizozemsku a je předním střeoevropským producentem černého uhlí a koksu. NWR těží prostřednictvím své dceřiné společnosti OKD, a.s. ("OKD") největší černouhelné těžební společnosti v ČR, kvalitní koksovatelné a energetické uhlí pro střeoevropský ocelářský a energetický průmysl. OKK Koksovny, a.s. ("OKK"), koksárenská dceřiná společnost NWR, je největším evropským výrobcem slévárenského koksu.

NWR má v rámci střední Evropy strategickou polohu a svou produkci dodává prestižním zákazníkům v České republice, Polsku, Německu, Rakousku a Slovensku. Mezi nejvýznamnější zákazníky patří ArcelorMittal, ČEZ, Dalkia, Dunafer, Moravia Steel, U.S. Steel, Verbund a voestalpine. (18)



Obr. 5: Struktura společnosti NWR (18)

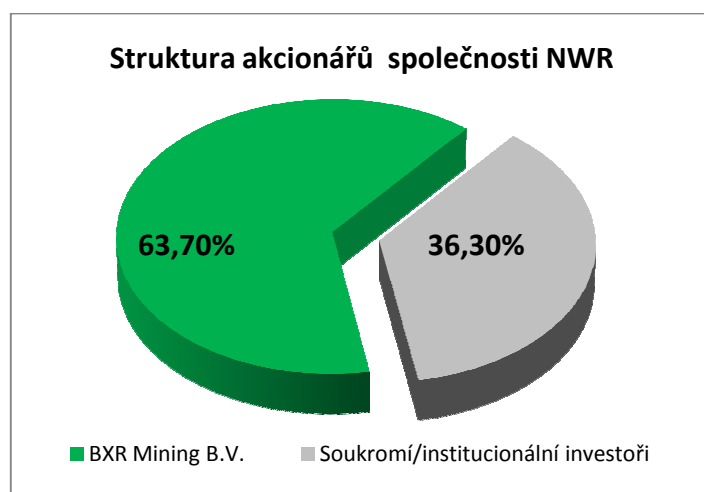
Informace o emisi

<i>Základní informace o emisi</i>	
Závěrečný kurz k 30.11.	206,50 Kč
Počet emitovaných akcií	266 400 000 ks
Free-float	36,30%
Primární trh	LSE (Londýn)
Váha v PX	6,91%
ISIN	NL0006282204
52 týdenní max.	318,00 Kč
52 týdenní min.	155,00 Kč

Tabulka 22: Základní informace o emisi – NWR (7)

Akcie společnosti NWR jsou od května 2008 kótovány na akciových burzách v Londýně, Praze (trhy BCPP i RM Systém) a Varšavě. Uvedení akcií společnosti NWR představovalo v roce 2008 největší IPO na Londýnské burze.

Struktura akcionářů



Graf 14: Struktura akcionářů společnosti NWR (18)

Dividendová politika

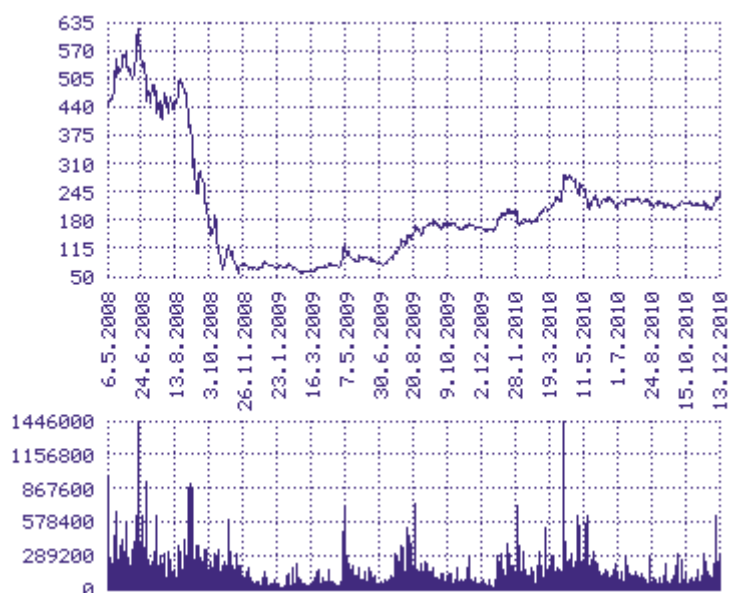
Společnost NWR ve své dividendové politice deklaruje, že bude na dividendách vyplácet přibližně 50% svého čistého konsolidovaného zisku. Zisk vyplácený akcionářům je rozdělen do dvou („pololetních“) dividend. První dividend („Interim dividend“) je vyplácena ze zisku za první polovinu hospodářského roku, tzn. období od

1.1. do 30.6. příslušného hospodářského roku. Druhá dividenda („Final dividend“) je vyplácena ze zisku za druhou polovinu hospodářského roku, tzn. období od 1.7. do 31.12. příslušného hospodářského roku. (18)

Přehled vyplacených dividend:

- Interim dividend 2008 – 0,28 EUR (6,96 Kč)
- Final dividend 2008 – 0,18 EUR (4,79 Kč)
- Interim dividend 2010 – 0,21 EUR (5,15 Kč)

Vývoj kurzu akcie společnosti



Graf 15: Pětiletý vývoj kurzu akcie společnosti NWR (7)

Na vývoji tržní hodnoty (kurzu) akcie se výrazným způsobem projevila finanční krize a krize na akciových trzích. Akcie se v roce 2008 dostaly na svá maxima okolo hodnoty 625,- Kč, následoval však prudký propad na hodnotu přibližně 60,- Kč což znamená ztrátu 90% z tržní hodnoty akcie.

4.3.2 Finanční analýza společnosti

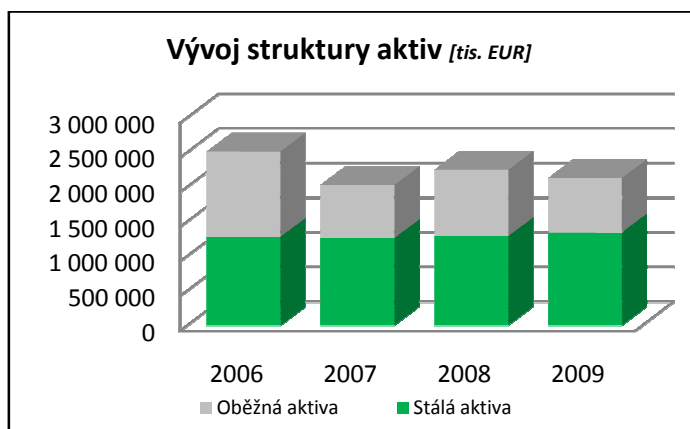
4.3.2.1 Horizontální a vertikální analýza

Vývoj struktury aktiv

<i>Vývoj struktury aktiv [tis. EUR]</i>				
<i>rok</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Stálá aktiva	1 282 000	1 265 108	1 292 833	1 343 544
Oběžná aktiva	1 232 000	767 647	956 705	786 733
Celková aktiva	2 514 000	2 032 755	2 249 538	2 215 531

Tabulka 23: Vývoj struktury aktiv – NWR (18)

Struktura aktiv společnosti vychází z předmětu podnikání. U společnosti zabývající se především těžbou nerostných surovin lze předpokládat vysokou a konstantní hodnotu stálých aktiv, která bude výrazně převyšovat hodnotu aktiv oběžných (kapitálově těžká firma). Struktura aktiv společnosti NWR potvrzuje tento předpoklad až na jednu výjimku, poměrně vysokou hodnotu oběžných aktiv.



Graf 16: Vývoj struktury aktiv – NWR (Zdroj: vlastní)

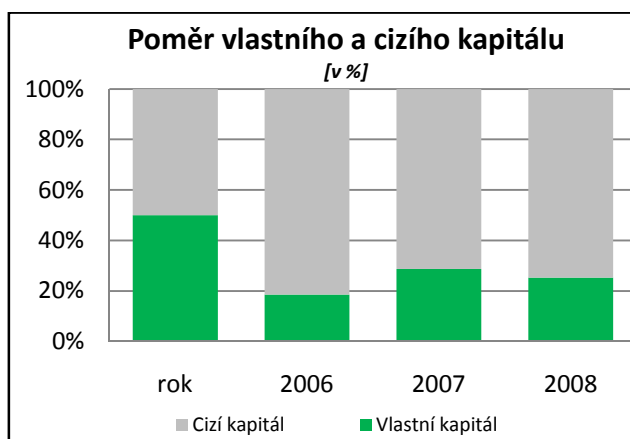
Vysokou hodnotu oběžných aktiv tvoří především peněžními prostředky ve výši 547 mil. EUR (téměř 70% oběžných aktiv), pohledávky 150 mil. EUR (19%) a zásoby 85,8 mil. EUR (10,9%). Společnost NWR má poměrně vysoký stav peněžních prostředků, což bude a jedné straně znamenat lepší hodnoty likvidity, ale na straně by mohly být tyto prostředky využity na zvýšení rentability podniku.

Vývoj struktury pasiv

<i>Vývoj struktury pasiv [tis. EUR]</i>				
<i>rok</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Vlastní kapitál	1 258 000	377 463	646 324	560 175
Cizí kapitál	1 256 000	1 655 292	1 603 214	1 655 356
Celkový kapitál	2 514 000	2 032 755	2 249 538	2 215 531

Tabulka 24: Vývoj struktury pasiv – NWR (17)

Již na první pohled je zřejmé, že společnost je poměrně dosti zadlužena. Vlastní kapitál ve výši 560 mil. EUR tvoří jen 25,3 % celkového kapitálu společnosti. Jedná se o poměrně rizikový způsob financování, kdy velká část stálých aktiv společnosti je financována cizím kapitálem.



Graf 17: Poměr vlastního a cizího kapitálu – NWR (Zdroj: vlastní)

Mezi nejvýznamnější položky cizího kapitálu patří dlouhodobé úvěry ve výši 679,8 mil. EUR (41% celkových závazků), emitované dluhopisy 260,1 mil. EUR (15,7 %) a krátkodobé závazky ve výši 236,9 mil. EUR (14,3% celkových závazků).

4.3.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele zadluženosti

<i>Ukazatele zadluženosti</i>				
<i>rok</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Celková zadluženost [koef.]	0,50	0,81	0,71	0,75
Zadluženost vlastního kapitálu [koef.]	1,00	4,39	2,48	2,96
Míra samofinancování [koef.]	0,50	0,19	0,29	0,25

Tabulka 25: Ukazatele zadluženosti – NWR (Zdroj: vlastní)

Za poslední tři sledované roky dosahuje společnost NWR vysokých hodnot zadluženosti a není patrný žádný trend, který by naznačoval budoucí změnu tohoto stavu.

Ukazatele rentability

<i>Ukazatele rentability</i>				
<i>rok</i>	2006	2007	2008	2009
ROA (EAT) [v %]	4,0	9,7	15,6	2,9
ROA (EBIT) [v %]	4,3	10,2	23,6	0,4
ROE [v %]	8,0	52,1	54,4	11,4
ROS [v %]	8,1	14,4	17,2	5,7

Tabulka 26: Ukazatele rentability – NWR (Zdroj: vlastní)

Hodnoty jednotlivých ukazatelů jsou v letech 2007-2008 na velice dobrých hladinách. Neobvykle vysokých hodnot dosahuje rentabilita vlastního kapitálu (ROE), která daleko převyšuje ostatní ukazatele. Tento ukazatel je však velice silně ovlivněn kapitálovou strukturou společnosti (nízkou hodnotou vlastního kapitálu). Naopak nízké hodnoty v roce 2009 u všech ostatních ukazatelů jsou důsledkem velkého propadu tržeb v důsledku vrcholící hospodářské recese.

Ukazatele likvidity

<i>Ukazatele likvidity</i>				
<i>rok</i>	2006	2007	2008	2009
Celková likvidita [koef.]	4,07	2,30	2,82	2,25
Pohotová likvidita [koef.]	3,93	2,21	2,63	2,00
Okamžitá likvidita [koef.]	3,28	1,42	2,00	1,57

Tabulka 27: Ukazatele likvidity – NWR (Zdroj: vlastní)

Společnost dosahuje vysokých hodnot likvidity v celém sledovaném období a na všech úrovních. Těchto hodnot bylo dosaženo z důvodu vysokého stavu peněžních prostředků (vyplývá to z vysoké hodnoty okamžité likvidity). Znamená to, že společnost by byla schopna okamžitě uspokojit všechny své věřitele (krátkodobé závazky) přímo peněžními prostředky, tzn. bez přeměny ostatních oběžných aktiv na hotovost. Společnost je tedy vysoce likvidní, na druhou stranu vysoká likvidita má za důsledek nižší výnosnost podniku.

Ukazatele aktivity

<i>Ukazatele aktivity</i>				
<i>rok</i>	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv [koef.]	0,49	0,67	0,91	0,50
Obrat stálých aktiv [koef.]	0,96	1,08	1,58	0,83
Doba obratu zásob [dny]	12,0	8,5	11,7	27,7
Doba obratu pohledávek [dny]	42,9	41,9	35,6	48,2
Doba obratu závazků [dny]	88,3	87,8	59,8	112,7

Tabulka 28: Ukazatele aktivity – NWR (Zdroj: vlastní)

V období 2006 – 2008 vykazuje společnost dobrého trendu u všech ukazatelů aktivity. Obrat celkových a stálých aktiv se zvyšuje, doba obratu zásob se lehce snížila, snižovala se i doba obratu pohledávek. V roce 2009 došlo vlivem snížení tržeb k porušení tohoto trendu a ke zhoršení všech ukazatelů. Pozitivním signálem zůstává vyšší doba obratu závazků nad dobou obratu pohledávek.

Ukazatele tržní hodnoty firmy

<i>Ukazatele tržní hodnoty firmy</i>		
<i>rok</i>	2008	2009
Dividenda na akcii - DPS [Kč]	11,75	0,00
Čistý zisk na akcii - EPS [Kč]	35,40	5,67
Price earning ratio – P/E [koef.]	9,6	22,5
Dividendový výplatní poměr [koef.]	0,33	0,00
Aktivační poměr [koef.]	0,67	1,00
Udržitelná míra růstu [%]	36,3	11,0

Tabulka 29: Ukazatele tržní hodnoty firmy – NWR (Zdroj: vlastní)

Společnost NWR změnila právní formu podnikání a emitovala své akcie až v roce 2008, proto je sledované období pouze 2008-2009. V roce 2008 dosáhla společnost NWR čistého zisku 351,6 mil. EUR. Tento výsledek znamená čistý zisk na akcii (po konverzi) ve výši 35,40 Kč. Společnost se rozhodla vyplatit celkovou dividendu ve výši 11,75 Kč (0,46 EUR) a stanovila tak výplatní poměr na hodnotu 0,33 a ukazatel P/E na hodnotu 9,6. V roce 2009 došlo k velkému propadu tržeb, což se promítlo do celkového čistého zisku. Čistý zisk na akcii klesl na 5,67 Kč a společnost nevyplatila v tomto roce žádnou dividendu.

4.3.2.3 Analýza hospodářských výsledků za 3Q 2010

Společnost NWR zveřejnila své hospodářské výsledky za třetí čtvrtletí 2010 v pátek 19. listopadu 2010.

Hospodářské výsledky NWR - 3Q 2010¹ [mil. EUR]				
	3Q 2010	3Q 2009	2009/2010	Tržní konsensus³
Provozní výnosy	408,4	291,3	40,2%	440,2
EBITDA	132,8	34,6	283,7%	149,0
Provozní zisk (EBIT)	91,6	-10,3	n/a	106,0
Čistý zisk (EAT)	48,5	-27,6	n/a	70,9

Hospodářské výsledky NWR - 9M 2010² [mil. EUR]				
	9M 2010	9M 2009	2009/2010	Tržní konsensus³
Provozní výnosy	1 124,4	775,7	45,0%	1 153,0
EBITDA	302,0	113,6	165,9%	318,6
Provozní zisk (EBIT)	181,4	-10,0	n/a	196,3
Čistý zisk (EAT)	163,6	-69,1	n/a	182,3

Tabulka 30: Hospodářské výsledky za 3Q 2010 – NWR (19)

Hospodářské výsledky NWR za třetí kvartál 2010 na první pohled zaostaly ve všech položkách za očekáváním trhu. I přes nenaplnění tržních očekávání, zaznamenaly výsledky solidní meziroční i mezikvartální výsledky, které plynou ze zlepšení podmínek na trhu uhlí a koksu.

Celkové výnosy za 3Q se meziročně zvýšily o 117,1 mil. EUR (nárůst o 40,2%) na 408,4 mil. EUR. Za tímto nárůstem stojí výrazně vyšší prodejní ceny koksovatelného uhlí (za 9M 2010 meziroční nárůst o 48% na průměrných 135 EUR/tunu) a koksu (za 9M 2010 meziroční nárůst o 76% na 255 EUR/tunu). Dalším důležitým faktorem je zvýšený objem prodeje uhlí. Prodej 2 670 tis. tun při produkci 2 660 tis. tun znamená mezikvartální zvýšení.

¹ Zkratka „3Q“ znamená, že hodnota byla dosažena za třetí kvartál, tzn. za období od 1.7. do 30.9. příslušného roku.

² Zkratka „9M“ znamená, že hodnota byla dosažena za prvních devět kalendářních měsíců příslušného roku, tzn. za období od 1.1. do 30.9. příslušného roku.

³ Medián dle agentury Reuters

Naopak u objemu prodaného koksu 200 tis. tun při produkci 238 tis. tun je to drobný mezikvartální pokles. Pokles prodeje koksu vysvětluje společnost výpadkem ve výrobě surového železa v regionu, který znamenal odložení části dodávek za 3Q do 4Q. Tento výpadek by se však již neměl opakovat.

Provozní náklady mezikvartálně poklesly o 2% na 260,14 mil. EUR. Nejvýrazněji poklesly náklady na mzdy a platy společně se spotřebou energií a materiálu. Přesto se náklady na tunu uhlí v prvních devíti měsících meziročně zvýšily z loňských 66 EUR na 73 EUR. U koksu došlo ke snížení z 92 EUR na 71 EUR za tunu.

Pozitivním signálem pro investory je nárůst provozního cash flow ve 3Q na 106,2 mil. EUR (nárůst mezikvartálně o 117%) a pokles čistého dluhu na 370 mil. EUR (pokles mezikvartálně o 10%).

Provozní zisk EBITDA tak vlivem vyšších provozních výnosů a nižších provozních nákladů dosáhl za 3Q výše 132,8 mil EUR (mezikvartální růst o 17%). Provozní zisk EBIT mezikvartálně vzrostl o 27% na 91,6 mil EUR. Čistý zisk za 3Q 2010 nakonec dosáhl úrovně 48,5 mil. EUR a za 9M 2010 pak 163,6 mil. EUR, to představuje v přepočtu na jednu akcii 0,8 EUR (20,- Kč/akcie, P/E 10,9x). Celoroční čistý zisk se očekává na úrovni přibližně 244 mil. EUR neboli 0,92 EUR na akcii (22,6 Kč/akcie, P/E 9,6x).

4.3.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Míru růstu dividend je možné odvodit od firemních finančních ukazatelů tzv. udržovacím růstovým modelem:

$$g = ROE \cdot b = ROE \cdot (1 - VP),$$

Z výsledků finanční analýzy bylo zjištěno, že rentabilita vlastního kapitálu ROE byla na úrovni 11,4% ($ROE = 0,114$). Z čistého zisku připadající na akcii ($EPS = 5,67$ Kč) nebyla akcionářům na dividendách vyplacena žádná část, proto je skutečný výplatní poměr nulový ($p = 0$).

$$g = 0,114 \cdot (1 - 0,0) = 0,114 \text{ (11,4\%)}$$

Míra růstu dividend akcií společnosti NWR byla stanovena na hodnotu 0,114 (11,4%).

Dle modelu CAPM se stanoví požadovaná výnosová míra (diskontní míra):

$$r_d = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$$

Bezriziková výnosová míra r_f je na úrovni 0,0238 (2,38%) a byla odvozena o výnosové míry pětiletého státního dluhopisu (Zdroj 8). Tržní výnosová míra r_m je na úrovni 14,65% a byla vypočtena podle výnosnosti indexu PX (průměrná roční výnosnost indexu za poslední dva roky). Koeficient beta β_i měří volatilitu výnosové míry akcie společnosti NWR vzhledem k volatilitě akciového trhu (indexu PX). Hodnota tohoto koeficientu byla stanovena výpočtem na úroveň 1,1. Způsob výpočtu, viz. Příloha 4.

$$r_d = 0,0238 + 1,1 \cdot (0,1465 - 0,0238) = 0,158 \text{ (15,8\%)}$$

Požadovaná výnosová míra akcií společnosti NWR byla stanovena na hodnotu 0,158 (15,8%).

Dividendový diskontní model

Gordonův dividendový diskontní model

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r_d - g} = \frac{D_1}{r_d - g}$$

Vzhledem ke skutečnosti, že společnost za rok 2009 nevyplatila žádnou dividendu ($D_0=0,-$ Kč), nemůže být tento model pro výpočet vnitřní hodnoty akcie společnosti NWR použit.

Ziskový model

Při výpočtu vnitřní hodnoty akcie se bude vycházet z jednostupňového ziskového modelu. Čistý zisk na akcii (E_1) vychází z analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010.

$$VH_A = E_1 \cdot \frac{VP_F}{(r_d - g)}$$

Předpokládaný čistý zisk na akcii (E_1) za rok 2010 je podle analýzy hospodářských výsledků za 3Q 2010 odhadován na úrovni 22,90 Kč/akcie (0,92 EUR). Dle oficiální dividendové politiky, je výplatní poměr (VP_F) fixně stanoven na úrovni 0,50.

$$VH_A = 22,90 \cdot \frac{0,50}{(0,158 - 0,114)} = \mathbf{260,20 \text{ Kč}}$$

Vnitřní hodnota akcie byla jednostupňovým ziskovým modelem stanovena na úroveň 260,20 Kč.

4.3.4 SWOT analýza společnosti

Silné stránky

- Silná a stabilní společnost na trhu uhlí a koksu ve střední Evropě
- Oficiální dividendová politika (pololetní dividendy)
- Zákazníci jsou prestižní a ekonomicky silné společnosti

Slabé stránky

- Vysoké zadlužení společnosti
- Výsledky hospodaření citlivé na změnu cen uhlí

Příležitosti

- Převzetí polského těžaře LW Bogdanka
- Další možnosti akvizic

Hrozby

- Výpadky dodávek klíčovým odběratelům z důvodu poklesu jejich produkce
- Snížení cen vlivem nižší poptávky

4.4 Komerční banka

4.4.1 Základní informace o společnosti

Komerční banka, a.s. (dále také „KB“) je mateřskou společností Skupiny KB, která je tvořena osmi společnostmi. Banka je také součástí mezinárodní skupiny Société Générale. Skupina Société Générale je jednou z největších finančních skupin v eurozóně s celkovým počtem 157 tisíc zaměstnanců.

Samotná KB patří nejen v České republice, ale i v regionu střední a východní Evropy, mezi přední bankovní instituce. Z pohledu nabízených služeb je KB univerzální bankou, protože nabízí široké portfolio služeb v oblasti retailového, podnikového a investičního bankovníctví. Prostřednictvím svých dceřiných společností nabízí KB další specializované finanční služby.

Kromě České republiky má banka své zastoupení i na Slovensku. Pobočka KB ve Slovenské republice má název „Komerční banka, a.s., pobočka zahraničnej banky“ a orientuje se zejména na velké a střední firmy s obratem od 33 milionů EUR. Svým klientů dokáže poskytnout komplexní finanční řešení.

Služby samotné KB využívá prostřednictvím 398 poboček a 685 bankomatů téměř 1,62 milionu zákazníků po celé České republice. (16)

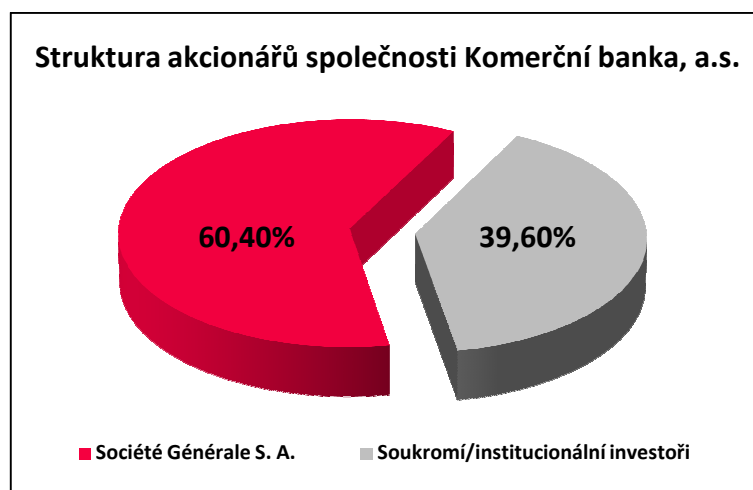
Základní informace o emisi

<i>Základní informace o emisi</i>	
Závěrečný kurz k 30.11.	4 082,00 Kč
Počet emitovaných akcií	38 009 852 ks
Free-float	39,60%
Primární trh	BCPP
Váha v PX	17,72%
ISIN	CZ0008019106
52 týdenní max.	4 295,00 Kč
52 týdenní min.	3 193,00 Kč

Tabulka 31: Základní informace o emisi akcií - Komerční banka, a.s. (7)

Akcie Komerční banky, a.s. jsou obchodovány na kapitálových trzích v České republice, kde patří mezi nejlikvidnější emise a to jak na Burze cenných papírů Praha, tak na burze RM-Systém, česká burza cenných papírů. Dále jsou akcie obchodovány ve formě globálních depozitních certifikátů na Burze cenných papírů v Londýně (London Stock Exchange). (16)

Struktura akcionářů



Graf 18: Struktura akcionářů společnosti Komerční banka, a.s. (16)

Počet akcionářů KB k 31.12.2009 činil 43 118 právnických a fyzických osob. Majoritním akcionářem je mateřská společnost Société Générale S.A., která vlastní přibližně 60,40 % akcií. (16)

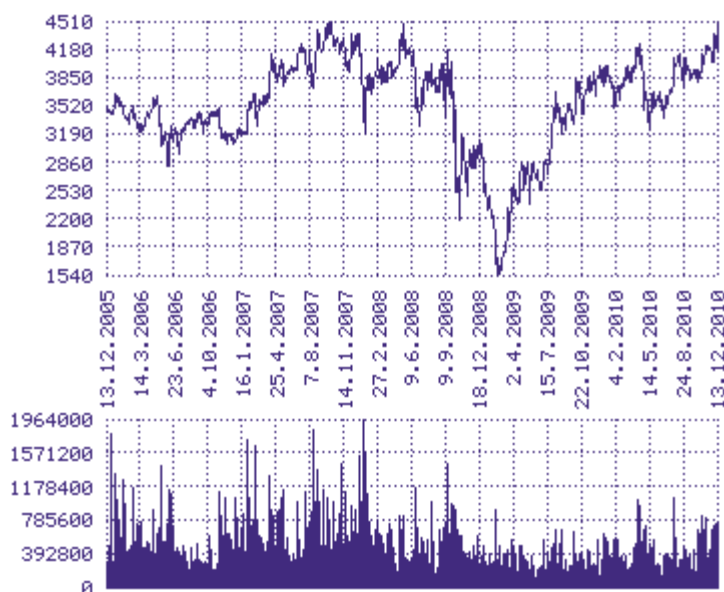
Dividendová politika

rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dividenda na akcii [v Kč]	100,0	250,0	150,0	180,0	180,0	170,0

Tabulka 32: Přehled vyplácených akcií – Komerční banka, a.s. (16)

Komerční banka neuvádí žádnou oficiální dividendovou politiku. V roce 2009 byla vyplacena ve výši 170 Kč. Při čistém zisku na akcii 292,30 Kč je to výplatní poměr 0,58 (58%). Podobných hodnot dividendy i výplatního poměru bylo dosaženo i v letech 2006 až 2008. Výjimku tvoří rok 2005, kdy byla vyplacena dividendy 250,- Kč při čistém zisku na jednu akcii 240,70 Kč. Výplatní poměr v tomto roce mírně překročil hodnotu 1,0 a dosáhl hodnoty 1,04 (104%). (16)

Pětiletý vývoj kurzu akcie společnosti



Graf 19: Pětiletý vývoj kurzu akcie - Komerční banka, a.s. (7)

Vývoj akcií Komerční banky na kapitálových trzích výrazně ovlivnil rok 2008, kdy se projeví první příznaky finanční krize na akciových trzích. Akcie ztratily během tohoto roku více než 65% své hodnoty, když jejich tržní cena poklesla ze 4510,- Kč až na cenu 1540 Kč.

4.4.2 Finanční analýza

Hospodářské výsledky Komerční banka, a.s. 2005 - 2009 [mil. Kč]

rok	2005	2006	2007	2008	2009
Čistý úrokový výnos	14 643	16 274	18 790	21 261	22 088
Poplatky a provize	8 736	8 769	7 756	8 050	7 745
Čisté provozní výnosy	24 502	26 421	29 670	33 714	33 041
Provozní náklady	12 135	12 400	13 629	14 507	14 028
Čistý zisk	8 911	9 211	11 225	13 233	11 094

Tabulka 33: Hospodářské výsledky Komerční banka 2005 – 2009 (16)

Čisté úrokové výnosy

Čisté úrokové výnosy, které mají největší podíl na celkových výnosech, v celém sledovaném období meziročně rostou, což je velice pozitivní signál. V roce 2009 vzrostly o 3,9% na 22 088 mil. Kč.

Poplatky a provize

Příjem z čistých poplatků a provizí ve sledovaném období lehce klesal a stejný trend byl i v posledním roce, kdy tento příjem meziročně ztrácel 3,8% a dosáhl 7 745 mil. Kč. Za poklesem stojí omezená hospodářská aktivita, která stlačila počty klientských transakcí. Transakční poplatky poklesly o 10,1% na 3 580 mil. Kč, v důsledku nižšího počtu transakcí v podnikovém segmentu. V důsledku tlaku na nižší ceny, klesly také příjmy z poplatků za vedení účtů, a to o 5,8% na 1 899 mil. Kč.

Čisté provozní výnosy

Čisté provozní výnosy měly v celém sledovaném období růstový trend, který se zastavil až v roce 2009, meziročním poklesem o 2% na 33 041 mil. Kč.

Provozní náklady

Optimalizační opatření v roce 2009 vedla ke snížení celkových provozních nákladů o 3,3% na 14 028 mil. Kč. Nejvyšších úspor bylo dosaženo ve všeobecných provozních nákladech, ty vlivem snížení výdajů na marketing poklesly o 7,3% na 6 126 mil. Kč. Banka také pokračovala v prodeji nepotřebných budov, tím poklesly odpisy o 7,1% na 1 468 mil. Kč.

Náklady rizika

Celkové náklady rizika se vlivem hospodářské recese zvýšily v roce 2009 o 82,6% na 5 423 mil. Kč ve srovnání s 2 970 mil. Kč v roce 2008. Tvorba opravných položek k úvěrům vzrostla o 89,8% na 5 344 mil. Kč v porovnání s 2 815 mil. Kč v roce 2008.

Čistý zisk

Zisk po zdanění za rok 2009 zastavil trend meziročních nárůstů, když oproti roku 2008 poklesl o 16,2% na 11 094 mil. Kč. Čistý zisk pro akcionáře poklesl o 16,4% na 11 007 mil. Kč a zisk na akcii tak činil 292,30 Kč.

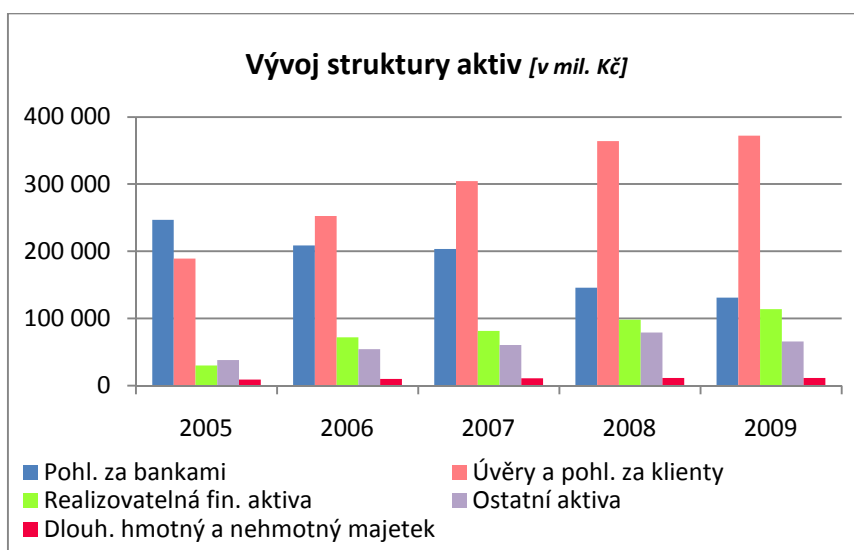
4.4.2.1 Horizontální a vertikální analýza

Vývoj struktury aktiv

Vývoj struktury aktiv [mil. Kč]					
rok	2005	2006	2007	2008	2009
Pohl. za bankami	246 785	208 696	203 691	146 098	131 271
Úvěry a pohl. za klienty	189 212	252 505	304 521	364 040	372 303
Realizovatelná fin. aktiva	30 208	72 150	81 826	98 164	114 067
Ostatní aktiva	38 163	54 452	60 825	79 238	65 943
Dlouh. hmotný a nehmotný maj.	9 488	10 287	10 956	11 504	11 452
Celková aktiva	513 856	598 090	661 819	699 044	695 036

Tabulka 34: Vývoj struktury aktiv - Komerční banka, a.s. (16)

Struktura aktiv společnosti vychází z předmětu podnikání. Podnikání v oblasti bankovníctví je z pohledu struktury aktiv velice specifické, lze předpokládat vysokou a proměnlivou hodnotu oběžných aktiv, která bude výrazně převyšovat hodnotu aktiv stálých.



Graf 20: Vývoj struktury aktiv - Komerční banka, a.s. (Zdroj: vlastní)

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek

Hodnota dlouhodobého hmotného majetku se meziročně zvyšovala. V roce 2009 však zůstala téměř na stejné úrovni roku předchozího. Hodnota hmotného majetku se snížila o 3,9% na 7,7 mld. Kč. Hodnota nehmotného majetku se meziročně zvýšila o 6,2% na 3,7 mld. Kč.

Pohledávky za bankami

Komerční bance se daří meziročně snižovat objem pohledávek za bankami. V roce 2009 došlo k meziročnímu snížení těchto aktiv o 10,1% na 131,3 mld. Kč. Největší součástí této položky jsou úvěry poskytnuté České národní bance jako součást reverzních repo operací.

Úvěry a pohledávky za klienty

Celkové čisté úvěry a pohledávky za klienty ve sledovaném období meziročně rostly dobrým tempem. Tempo růstu však vlivem ekonomického zpomalení v roce 2009 opadlo. Přesto čisté úvěry a pohledávky za klienty vzrostly o 2,3% na 372,3 mld. Kč. Úvěry občanům tvořily 45% z celkové hodnoty úvěrů a v roce 2009 vzrostly o 10,7%. Nejvíce se na tomto růstu podílely hypotéky, jejichž portfolio se zvýšilo o 10,9% na hodnotu 100,4 mld. Kč, portfolio Modré pyramidy vzrostlo o 16,0% na 45,6 mld. Kč a celková hodnota spotřebitelských úvěrů se zvýšila o 2,6% na 29,6 mld. Kč.

Meziroční pokles o 1,4% na 206,4 mld. Kč naopak nastal u poskytnutých podnikatelských úvěrů. Důvodem byla nižší poptávka po půjčkách v ekonomicky nejisté době.

Realizovatelná finanční aktiva

Portfolio cenných papírů ve sledovaném období meziročně zvyšovalo svůj objem a stejný trend byl zachován i v roce 2009, kdy meziročně vzrostlo o 16,2% na 114,1 mld. Kč. Portfolio je tvořeno dluhovými cennými papíry vydanými bankami a státními institucemi.

Vývoj struktury pasiv

Vlastní kapitál

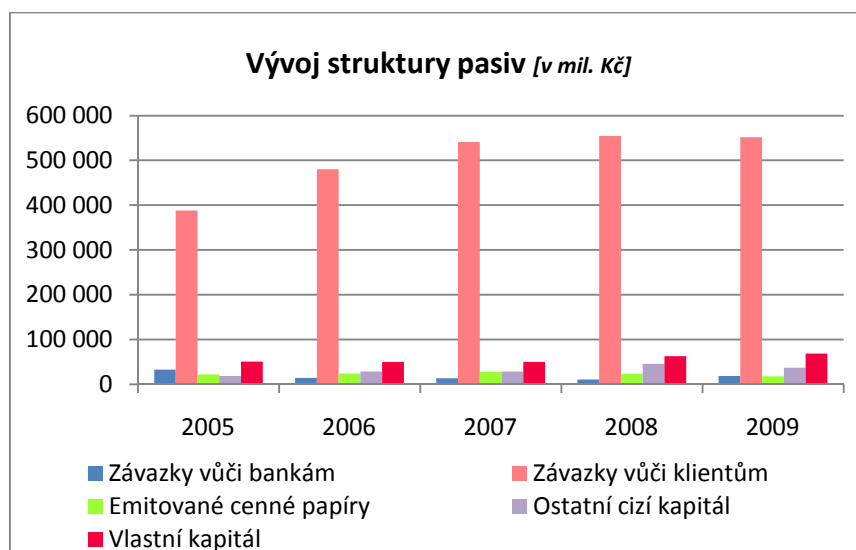
Vlastní kapitál skupiny KB se v roce 2009 zvýšil o 9,2 % na 68,8 mld. Kč. Nárůst byl tvořen především čistým ziskem ve výši 11 mld. Kč, výplatou dividend ve výši 6,8 mld. Kč a změnami hodnoty finančních nástrojů. Základní kapitál zůstal v nezměněné výši 19 mld. Kč.

Vývoj struktury pasiv [mil. Kč]					
rok	2005	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál	51 327	50 257	50 654	62 974	68 753
Cizí kapitál	462 529	547 833	611 165	636 070	626 283
-závazky vůči bankám	32 824	14 594	13 598	11 114	18 739
-závazky vůči klientům	388 431	480 107	540 756	554 570	551 809
-emitované cenné papíry	22 672	24 349	27 917	24 128	18 172
Celkový kapitál	513 856	598 090	661 819	699 044	695 036

Tabulka 35: Vývoj struktury pasiv – Komerční banka, a.s. (16)

Závazky vůči bankám

Závazky vůči bankám ve sledovaném období meziročně snižovaly svou úroveň. V roce 2009 však přišel rapidní nárůst o 68,6% na 18,7 mld. Kč. Za tímto nárůstem stojí výpůjčky přijaté za účelem pokrytí krátkodobých likvidních potřeb v některých měsících.



Graf 21: Vývoj struktury pasiv – Komerční banka, a.s. (Zdroj: vlastní)

Závazky vůči klientům

Celkový objem depozit se ve sledovaném období meziročně neustále zvyšoval, v roce 2009 však došlo k porušení tohoto trendu, když se celkový objem depozit meziročně mírně snížil o 0,5% na 551,8 mld. Kč.

Emitované cenné papíry

Banka vlivem splacení a odkoupení emitovaných hypotečních zástavních listů snížila objem emitovaných cenných papírů o 24,7% na 18,2 mld. Kč.

4.4.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele zadluženosti

<i>Ukazatele zadluženosti</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Celková zadluženost [koef.]	0,90	0,92	0,92	0,91	0,90
Zadluženost vlastního kapitálu [koef.]	8,81	10,90	12,07	10,10	9,11
Míra samofinancování [koef.]	0,10	0,08	0,08	0,09	0,10

Tabulka 36: Ukazatele zadluženosti – Komerční banka, a.s. (Zdroj: vlastní)

Při prvním pohledu na ukazatele zadluženosti je jasné, že jsou tyto ukazatele oproti předchozím analyzovaným společnostem abnormálně vysoké, což je dáno oborem podnikání. Při porovnání hodnot těchto ukazatelů s konkurencí (např. Erste Group Bank) zjistíme, že se u bank jedná o naprosto běžný stav.

Ukazatele rentability

<i>Ukazatele rentability</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
ROA (EAT) [v %]	1,8	1,5	1,7	1,9	1,6
ROA (EBIT) [v %]	2,3	2,0	2,2	2,3	1,9
ROE [v %]	17,8	18,3	22,2	21,0	16,1

Tabulka 37: Ukazatele rentability – Komerční banka, a.s (Zdroj: vlastní)

Společnost dosahuje relativně nízkých hodnot rentability aktiv. Důvodem je vysoký stav především finančních aktiv a pohledávek za klienty. Naopak výborných hodnot dosahuje KB ve zhodnocení vlastního kapitálu, i když se hodnota ROE v posledních třech letech snižuje v důsledku ekonomického útlumu.

Ukazatele tržní hodnoty firmy

<i>Ukazatele tržní hodnoty firmy</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Dividenda na akcii - DPS [Kč]	250,0	150,0	180,0	180,0	170,0
Čistý zisk na akcii - EPS [Kč]	240,7	242,5	295,7	348,7	292,3
Price earning ratio – P/E [koef.]	13,5	13,4	12,9	9,6	9,5
Dividendový výplatní poměr [koef.]	1,04	0,62	0,61	0,52	0,58
Aktivační poměr [koef.]	-0,04	0,38	0,39	0,48	0,42
Udržitelná míra růstu [%]	-0,7	7,0	8,7	10,2	6,8

Tabulka 38: Ukazatele tržní hodnoty – Komerční banka, a.s. (Zdroj: vlastní)

Pozitivním signálem pro investory je meziroční zvyšování čistého zisku připadajícího na akcii, při téměř konstantním dividendovém výplatním poměru a snižující se koeficient P/E. Tento trend nepotvrdily jen čísla roku 2009.

4.4.2.3 Analýza hospodářských výsledků za 3Q 2010

KB zveřejnila své hospodářské výsledky za 3. čtvrtletí 2010 ve středu 3. listopadu 2010.

<i>Hospodářské výsledky Komerční banka, a.s. - 3Q 2010¹ [mil. Kč]</i>				
	<i>3Q 2010</i>	<i>3Q 2009</i>	<i>2009/2010</i>	<i>Tržní konsensus³</i>
Čistý úrokový výnos	5 273	5 259	0,3%	5 370
Poplatky a provize	2 015	1 944	3,7%	2 000
Čisté provozní výnosy	8 157	7 917	3,0%	8 130
Provozní náklady	3 240	3 274	-1,0%	3 390
Náklady rizika	636	1 238	-48,0%	793
Zisk před zdaněním	4 143	3 288	26,0%	n/a
Čistý zisk pro akcionáře	3 481	2 676	30,1%	3 150

<i>Hospodářské výsledky Komerční banka, a.s. - 9M 2010² [mil. Kč]</i>				
	<i>9M 2010</i>	<i>9M 2009</i>	<i>2009/2010</i>	<i>Tržní konsensus³</i>
Čistý úrokový výnos	15 982	15 837	0,9%	16 079
Poplatky a provize	5 942	5 806	2,3%	5 927
Čisté provozní výnosy	24 296	24 447	-0,6%	24 269
Provozní náklady	9 487	9 938	-4,5%	9 938
Náklady rizika	2 401	3 898	-38,4%	3 898
Zisk před zdaněním	12 006	10 331	16,2%	10 331
Čistý zisk pro akcionáře	9 963	8 437	18,1%	8 437

Tabulka 39: Hospodářské výsledky za 3Q 2010 – Komerční banka, a.s. (15)

Výsledky za 3Q 2010 překonaly očekávání trhu především v čistém zisku, který se vyšplhal na úroveň 3,48 mld. Kč (meziročně vzrostl o úctyhodných 30,1%). Důvodem tohoto růstu a překonání tržního očekávání je výrazně nižší tvorba opravných položek k úvěrům.

Čisté provozní výnosy

Dalším důležitým faktorem vyššího čistého zisku jsou dobré výsledky v čistých provozních výnosech, které dosáhly 8,16 mld. Kč (meziroční nárůst o 3%). Příjemně překvapily poplatky a provize, naopak jediným zklamáním je hlavní výnosová položka, čistý úrokový výnos. Čistý úrokový výnos ve 3Q meziročně stagnoval na 5,27 mld. Kč (nárůst jen o 0,3%). Objem úvěrového portfolia se přitom mezikvartálně zvýšil o 3,4 mld. Kč na 389 mld. Kč. Pozitivním signálem je nárůst objemu úvěrů podnikům. Výraznější oživení úvěrového trhu se však očekává a v první polovině roku 2011.

V korporátním segmentu došlo ke snížení objemu firemních depozit. V retailovém segmentu došlo ke zvýšení objemu depozit u stavební spořitelny a penzijního fondu. Zvýšil se také objem hypotečních úvěrů a úvěrů stavební spořitelny, na druhou stranu však došlo ke snížení objemu spotřebitelských úvěrů.

Provozní náklady a náklady rizika

Vyšší efektivita provozu přinesla své ovoce v podobě poklesu provozních nákladů. Společnost signalizovala meziroční pokles svých celkových provozních nákladů přibližně o 3% a prozatím se zdá, že tento cíl může být nejen splněn, ale i překonán.

Rizika opět sehrála důležitou roli ve výsledcích společnosti. Náklady rizika v podobě opravných položek k úvěrům rapidně poklesly a jsou hluboko pod očekáváním trhu. Meziroční pokles jak v korporátním, tak detailovém segmentu až na úroveň 636 mil. Kč (pokles o 48%) je velice pozitivním výsledkem a příslibem do budoucna.

Zisk

Čistý zisk za 9M 2010 výrazně překonal tržní očekávání, když dosáhl hodnoty téměř 10 mld. Kč. Komerční banka má velice dobře našlápnuto k dosažení hranice čistého celkového zisku za rok 2010 ve výši 13 mld. Kč.

4.4.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Míru růstu dividend je možné odvodit od firemních finančních ukazatelů tzv. udržovacím růstovým modelem:

$$g = ROE \cdot b = ROE \cdot (1 - VP),$$

Z výsledků finanční analýzy bylo zjištěno, že rentabilita vlastního kapitálu byla na úrovni 16,1% ($ROE = 0,161$). Z čistého zisku připadající na akcii ($EPS = 292,3$ Kč) byla akcionářům vyplacena dividend 170 Kč, výplatní poměr je tedy na úrovni 58% ($VP = 0,58$).

$$g = 0,161 \cdot (1 - 0,58) \doteq 0,068 \text{ (6,8\%)}$$

Míra růstu dividend akcií společnosti Komerční banka, a.s. byla stanovena na hodnotu 0,068 (6,8%).

Dle modelu CAPM se stanoví požadovaná výnosová míra (diskontní míra):

$$r_d = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$$

Bezriziková výnosová míra r_f je na úrovni 2,38% a byla odvozena o výnosové míry pětiletého státního dluhopisu (Zdroj 8). Tržní výnosová míra r_m je na úrovni 14,65% a byla vypočtena podle výnosnosti indexu PX (průměrná roční výnosnost indexu za poslední dva roky). Koeficient beta β měří volatilitu výnosové míry akcie společnosti KB vzhledem k volatilitě akciového trhu (indexu PX). Hodnota tohoto koeficientu byla stanovena výpočtem na úroveň 0,795. Způsob výpočtu, viz. Příloha 5.

$$k = 0,0238 + 0,795 \cdot (0,1465 - 0,0238) \doteq 0,121 \text{ (12,1\%)}$$

Požadovaná výnosová míra akcií společnosti Komerční banka, a.s. byla stanovena na hodnotu 0,121 (12,1%).

Gordonův dividendový diskontní model

Gordonův dividendový diskontní model

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r_d - g} = \frac{D_1}{r_d - g}$$

Vyplacená dividendy za rok 2009 (D_0) dosáhla 170,- Kč, míra růstu dividend (g) byla stanovena na 0,068 (6,8%) a požadovaná výnosová míra (r_d) na 0,121 (12,1%).

$$VH_A = \frac{170 \cdot (1 + 0,068)}{0,121 - 0,068} = \frac{181,56}{0,053} \doteq 3\,425,70 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti Komerční banka, a.s. byla dividendovým diskontním modelem stanovena na 3 425,70 Kč.

Ziskový model

Při výpočtu vnitřní hodnoty akcie se bude vycházet z jednostupňového ziskového modelu. Čistý zisk na akcii (E_1) vychází z analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010.

$$VH_A = E_1 \cdot \frac{VP_F}{(r_d - g)}$$

Předpokládaný čistý zisk na akcii (E_1) je na základě analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010 odhadován na úrovni 342,- Kč/akcie. Dividendový výplatní poměr v roce 2009 byl na hodnotě 58% ($VP = 0,58$).

$$VH_A = 342 \cdot \frac{0,58}{(0,121 - 0,068)} \doteq 3\,742,60 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti Komerční banka, a.s. byla jednostupňovým ziskovým modelem stanovena na úroveň 3 742,60 Kč.

Bilanční model

$$VH_A = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot VP}{(r_d - g)} = \frac{1809,30 \cdot 0,161 \cdot 0,58}{(0,121 - 0,068)} = 3\,187,80 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti Komerční banka, a.s. byla bilančním modelem stanovena na úroveň 3 187,80 Kč.

4.4.4 SWOT analýza společnosti

Silné stránky

- Stabilní hospodářské výsledky i v období recese
- Vyšší dividendový výnos
- Efektivní řízení nákladů (vlivem restrukturalizace)
- Součást silné finanční skupiny
- Dlouhodobý rating od společnosti Standard & Poors na stupni A

Slabé stránky

- Více než polovinu zákazníku tvoří korporátní segment, ve kterém je prozatím nižší poptávka po úvěrech

Příležitosti

- Zvýšení objemu poskytnutých úvěrů v souvislosti s ekonomickým oživením
- Případné další akvizice

Hrozby

- Prohloubení problémů s rozpočty evropských zemí
- Propad úrokových výnosů, poplatků a provizí v souvislosti se zvýšením konkurenčních tlaků
- Nepotvrzení ekonomického oživení, což by vedlo k nárůstu špatných úvěrů

4.5 ERSTE GROUP BANK AG

4.5.1 Základní informace o společnosti

Erste Group byla založena v roce 1819 jako první rakouská spořitelna ("Erste Österreichische Spar-Casse"). V roce 1997 vyšla Erste Group na veřejnost se strategií rozšířit své maloobchodní činnosti do střední a východní Evropy (CEE).

Od té doby se díky četným akvizicím rozrostla klientská základna Erste Group z 600.000 na 17,4 milionu. Převážná většina (95%) všech klientů jsou občany Evropské unie. Členství v EU dává zemím tohoto regionu stabilní regulační rámec, který podporuje jejich hospodářský rozvoj. Více než 50.000 zaměstnanců nabízí služby klientům ve více než 3.000 pobočkách v 8 zemích (Rakousko, Česká republika, Slovensko, Rumunsko, Maďarsko, Chorvatsko, Srbsko, Ukrajina). Geografická působnost včetně postavení Erste Group Bank na jednotlivých trzích je znázorněna v Příloze 1.

Dnes Erste Group je jedním z největších poskytovatelů finančních služeb ve střední a východní Evropě z hlediska klientů a bilanční sumy. Je vždy zaměřena na retailové bankovníctví a bankovníctví malých a středních podniků.

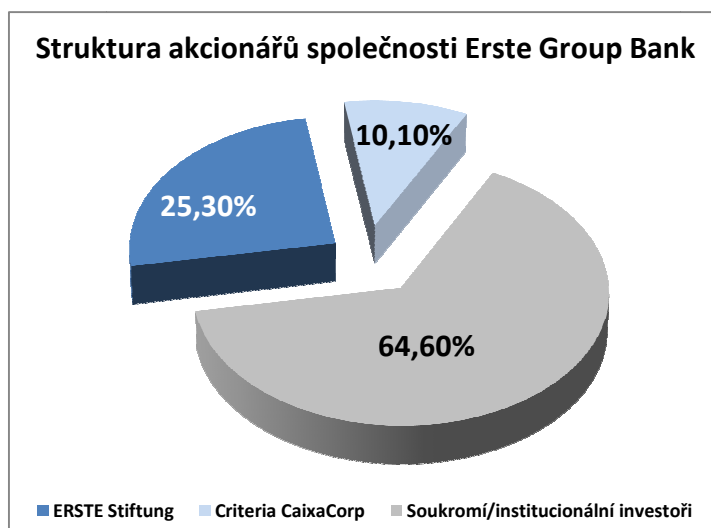
Základní informace o emisi

<i>Základní informace o emisi</i>	
Závěrečný kurz k 30.11.	750,60 Kč
Počet emitovaných akcií	378 176 721 ks
Free-float	64,60%
Primární trh	Viena Stock Exchange
Váha v PX	28,92%
ISIN	AT0000652011
52 týdenní max.	890,00 Kč
52 týdenní min.	642,00 Kč

Tabulka 40: Základní informace o emisi – Erste Group Bank

Akcie Společnosti Erste Group Bank jsou primárně obchodovány na Vídeňské burze cenných papírů (Viena Stock Exchange), dále také na trzích: Burza cenných papírů Praha (BCPP), RM-Systém, česká burza cenných papírů (Česká republika), a dále na Bukurešťské burze cenných papírů (Bucharest Stock Exchange).

Struktura akcionářů



Graf 22: Struktura akcionářů - Erste Group Bank

Dividendová politika

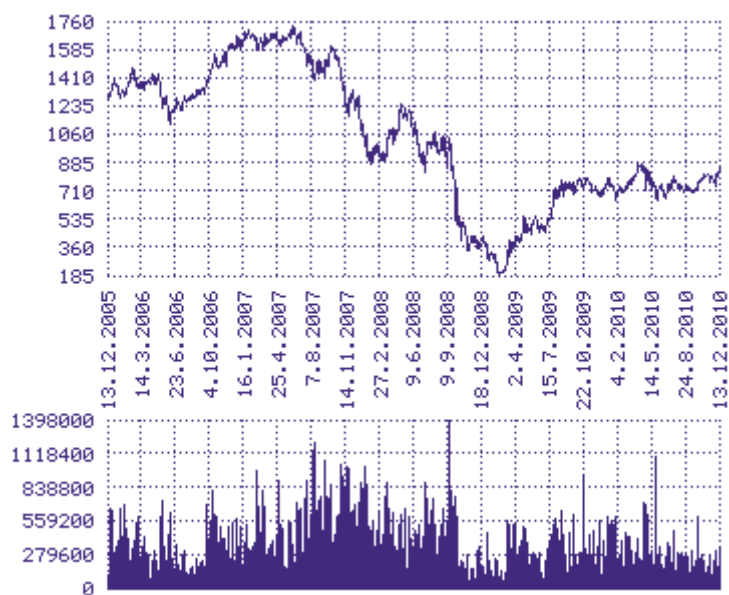
rok	2005	2006	2007	2008	2009
Dividenda na akcii [v EUR]	0,55	0,65	0,75	0,65	0,65
Dividenda na akcii [v Kč]	15,50	18,48	18,70	17,57	16,72

Tabulka 41: Přehled vyplacených dividend – Erste Group Bank

Erste Group Bank vyplácí dividendu již od roku 1997. V tabulce XX jsou uvedeny vyplacené dividendy od roku 2005, kdy má společnost stanovenou dividendovou politiku. Dividendová politika Erste Group Bank není založena na fixně stanoveném výplatním poměru, ale na záměru správní rady, meziročně zvyšovat dividendu minimálně 10%-ním tempem. Podmínkou je dosažení stanovených cílů společnosti v daném hospodářském roce. Vzhledem k podmínkám na finančních trzích, byl rok 2009 spíše obdobím stabilizace, což vedlo k malému nárůstu čistého zisku a rozhodnutí o výplatě dividendy vzhledem k předchozímu roku v nezměněné výši 0,65 EUR. V budoucnu chce společnost vyplácet dividendy, jejichž výše bude stanovena podle dosaženého zisku, vyhlídky dalšího růstu a zohledněny budou i kapitálové požadavky.

¹ Dividenda byla přepočtena dle historického kurzu ČNB vždy k datu výplaty.

Pětiletý vývoj kurzu akcie společnosti



Graf 23: Pětiletý vývoj kurzu akcie - Erste Group Bank

4.5.2 Finanční analýza společnosti

Hospodářské výsledky Erste Group Bank 2005 - 2009 [mil. EUR]

rok	2005	2006	2007	2008	2009
Čistý úrokový výnos	2 794	3 189	3 946	4 913	5 221
Poplatky a provize	1 257	1 446	1 858	1 971	1 773
Čisté provozní výnosy	4 292	4 913	6 155	6 999	7 579
Provozní náklady	2 670	2 945	3 642	4 002	3 807
Čistý zisk	916,7	932,2	1 174,7	859,6	903,4

Tabulka 42: Hospodářské výsledky Erste Group Bank 2005 - 2009

Čisté provozní výnosy společnosti Erste Group Bank ve sledovaném období meziročně narůstaly, což je velice pozitivní signál. Nárůst byl dosažen především zvyšováním čistého úrokového výnosu, který zvýšil svoji hodnotu i v ekonomicky těžkém roce 2009. Mírně se snížila hodnota poplatků a provizí, což bylo způsobeno nižším počtem klientských transakcí v roce 2009. Provedená restrukturalizace nákladů přinesla „své ovoce“ v podobě snížení provozních nákladů. Marže tak mohly opět vzrůst a zvýšit i čistý zisk.

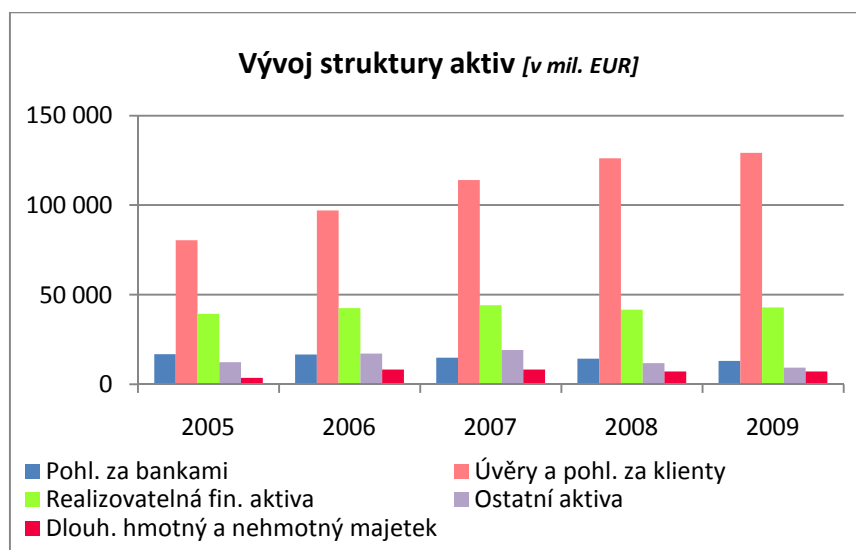
4.5.2.1 Horizontální a vertikální analýza

Vývoj struktury aktiv

<i>Vývoj struktury aktiv [mil. EUR]</i>					
<i>rok</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Pohl. za bankami	16 858	16 616	14 937	14 344	13 140
Úvěry a pohl. za klienty	80 419	97 107	113 956	126 185	129 134
Realizovatelná fin. aktiva	39 455	42 497	44 214	41 770	42 884
Ostatní aktiva	12 350	17 226	19 161	11 953	9 342
Dl. hmotný a nehmotný maj.	3 599	8 257	8 251	7 189	7 210
Celková aktiva	152 681	181 703	200 519	201 441	201 710

Tabulka 43: Vývoj struktury aktiv – Erste Group Bank

Společnost Erste Group Bank vykazuje za poslední tři účetní období přibližně stejnou hodnotu celkových aktiv. Ve struktuře aktiv dominuje co do objemu především položka: úvěry a pohledávky za klienty (tvoří přibližně 64% celkových aktiv společnosti). Vzhledem k předmětu podnikání se jedná o naprosto běžný stav.



Graf 24: Vývoj struktury aktiv – Erste Bank Group

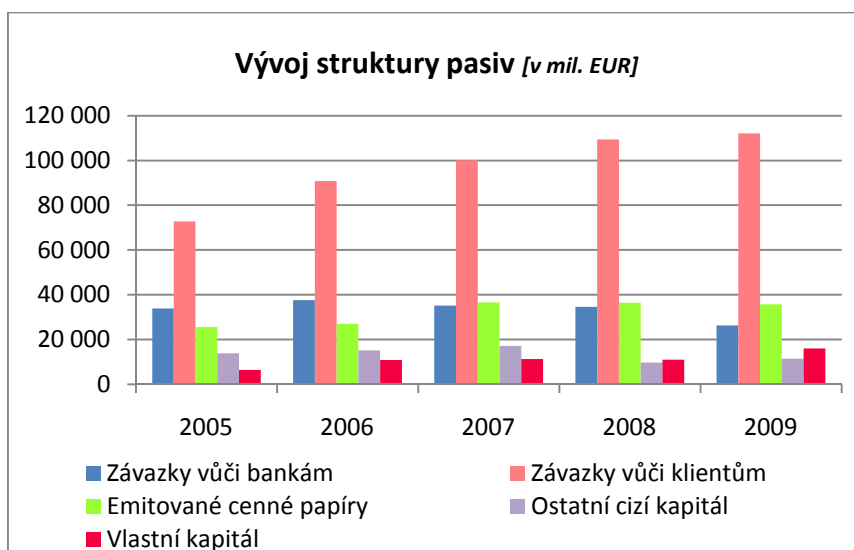
Z vývoje struktury aktiv je patrný pozitivní trend meziročního snižování pohledávek za bankami a zvyšujícími se úvěry a pohledávkami za klienty. Poměrně stabilní je hodnota dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Vzhledem k předmětu podnikání není tato položka terčem razantních změn.

Vývoj struktury pasiv

<i>Vývoj struktury pasiv [mil. EUR]</i>					
<i>rok</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál	6 461	10 904	11 403	11 095	16 123
Cizí kapitál	146 220	170 799	189 116	190 346	185 587
-závazky vůči bankám	33 911	37 688	35 165	34 672	26 295
-závazky vůči klientům	72 793	90 849	100 116	109 305	112 042
-emitované cenné papíry	25 581	27 024	36 667	36 530	35 760
Celkový kapitál	152 681	181 703	200 519	201 441	201 710

Tabulka 44: Vývoj struktury pasiv – Erste Group Bank

Vývoj ve struktuře pasiv by bylo možné rozdělit na dvě etapy. První etapou by byla etapa navyšování kapitálu (rok 2005 až 2007), a to zvyšováním závazků vůči klientům a emisí cenných papírů.



Graf 25: Vývoj struktury pasiv – Erste Group Bank

Druhou etapou by byla etapa stabilizace (rok 2008 až 2009), kdy společnost vykazovala poměrně podobných hodnot ve všech položkách struktury pasiv.

4.5.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

<i>Ukazatele zadluženosti</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Celková zadluženost [koef.]	0,96	0,94	0,94	0,94	0,92
Zadluženost vlastního kapitálu [koef.]	22,63	15,66	16,58	17,16	11,51
Míra samofinancování [koef.]	0,04	0,06	0,06	0,06	0,08

Tabulka 45: Ukazatele zadluženosti – Erste Group Bank

Při prvním pohledu na ukazatele zadluženosti je jasné, že jsou tyto ukazatele abnormálně vysoké, což je dáno oborem podnikání. Při porovnání hodnot těchto ukazatelů s konkurencí (např. Komerční banka, a.s.) zjistíme, že se u bank jedná o naprosto běžný stav.

<i>Ukazatele rentability</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
ROA (EAT) [v %]	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4
ROA (EBIT) [v %]	0,8	0,8	0,9	0,3	0,6
ROE [v %]	19,5	13,8	14,6	10,1	9,7

Tabulka 46: Ukazatele rentability – Erste Group Bank

Společnost dosahuje nízkých hodnot rentability aktiv. Důvodem je vysoký stav především finančních aktiv a pohledávek za klienty. Špatným signálem je klesající trend hodnot rentability vlastního kapitálu.

<i>Ukazatele tržní hodnoty firmy</i>					
<i>rok</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
Dividenda na akcii - DPS [EUR]	0,55	0,65	0,75	0,65	0,65
Čistý zisk na akcii - EPS [EUR]	2,94	2,95	3,71	2,71	2,39
Price earning ratio - P/E [koef.]	16,0	19,7	13,0	6,0	10,8
Dividendový výplatní poměr [koef.]	0,19	0,22	0,20	0,24	0,27
Aktivační poměr [koef.]	0,81	0,78	0,80	0,76	0,73
Udržitelná míra růstu [%]	11,5	6,7	8,2	5,9	4,1

Tabulka 47: Ukazatele tržní hodnoty – Erste Group Bank

Přestože společnost ve své dividendové politice uvádí, že chce udržovat 10% míru růstu dividend, vyplácela ve sledovaném období poměrně konstantní dividendu. Aby byla dosažena tato „konstantní“ dividendu i při klesajícím čistém zisku na akcii, musel být

zvyšován dividendový výplatní poměr. Ten je i tak na poměrně nízké úrovni, což by mělo znamenat větší prostor pro další reinvestice zisku zpět do společnosti.

4.5.2.3 Analýza hospodářských výsledků za 3Q 2010

Erste bank zveřejnila své hospodářské výsledky za třetí čtvrtletí 2010 v pátek 29. Října 2010.

Hospodářské výsledky Erste group bank - 3Q 2010¹ [mil. EUR]				
	3Q 2010	3Q 2009	2009/2010	Tržní konsensus³
Čistý úrokový příjem	1 379	1 336	4,1%	1 359
Poplatky a provize	476	425	11,9%	479
Čisté provozní výnosy	2 010	1 921	4,7%	1 933
Provozní náklady	973	920	5,8%	959
Náklady rizika	504	557	-9,5%	525
Zisk před zdaněním	403	313	28,9%	390
Čistý zisk pro akcionáře	265	228	16,2%	241

Hospodářské výsledky Erste group bank - 9M 2010² [mil. EUR]				
	9M 2010	9M 2009	2009/2010	Tržní konsensus³
Čistý úrokový příjem	4 076	3 841	6,1%	4 044
Poplatky a provize	1 441	1 313	9,7%	1 444
Čisté provozní výnosy	5 900	5 657	4,3%	5 823
Provozní náklady	2 872	2 880	-0,3%	2 857
Náklady rizika	1 588	1 449	9,6%	1 609
Zisk před zdaněním	1 168	1 078	8,4%	1 155
Čistý zisk pro akcionáře	737	720	2,3%	713

Tabulka 48: Hospodářské výsledky za 3Q 2010 – Erste group bank

Hospodářské výsledky příjemně překvapily téměř ve všech svých položkách, především však na úrovni provozního i čistého zisku.

Provozní výnosy

Provozní výnosy jsou pro společnost Erste group bank položkou, na kterou se může za všech okolností spolehnout. Tak tomu bylo i po celou dobu finanční krize. Provozní výnosy i ve 3Q 2010 rostly až do rekordní úrovně 2 mld. EUR. Pozitivním překvapením v oblasti provozních výnosů byly výnosy z obchodování s cennými papíry

(mezikvartální růst z 99 na 144 mil. EUR) a čistý úrokový výnos (meziroční nárůst o 4,1% na 1,39 mld. EUR). Jediná položka, která nedosáhla na tržní očekávání, byla paradoxně ta nejvíce meziročně rostoucí, čistý výnos z poplatků a provizí (nárůst o 11,9%).

Provozní náklady a náklady rizika

Růst provozních výnosů byl následován i provozními náklady. Ty meziročně vzrostly o 5,8 % na 973 mil. EUR. Poměrně silně vzrostly personální náklady (nárůst o 3,9%) a kvůli nákladům na právní služby v Rakousku i všeobecné administrativní náklady (nárůst o 3,2%).

Z pohledu nákladů rizika trápí Erste bank vývoj v její rumunské dceřiné společnosti BCR, která se díky nákladům rizika a odpisům aktiv dostala ve 3Q do ztráty. Přesto je Erste na dobré cestě ke splnění jejího odhadu tvorby opravných položek za rok 2010 na úrovni 2 mld. EUR.

Zisk

I přes problémy v Rumunsku vykázala Erste bank více než solidní provozní výsledky. Zvláště vezmeme-li v úvahu rekordně nízké sazby a stagnující úvěrový trh, čistý zisk pro akcionáře ve výši 265 mil. EUR je opravdu dobrým výsledkem.

4.5.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Míru růstu dividend je možné odvodit od firemních finančních ukazatelů tzv. udržovacím růstovým modelem:

$$g = ROE \cdot b = ROE \cdot (1 - VP),$$

Z výsledků finanční analýzy bylo zjištěno, že rentabilita vlastního kapitálu byla na úrovni 9,7 % ($ROE = 0,097$). Z čistého zisku připadající na akcii $EPS = 60,68$ Kč (2,39 EUR) byla akcionářům vyplacena dividenda 16,50 Kč (0,65 EUR), výplatní poměr je tedy na úrovni 27 % ($VP = 0,27$).

$$g = 0,097 \cdot (1 - 0,27) \doteq \mathbf{0,071 \text{ (7,1 \%)}}$$

Míra růstu dividend společnosti Erste Group Bank byla stanovena na hodnotu 0,071 (7,1 %).

Dle modelu CAPM se stanoví **požadovaná výnosová míra (diskontní míra):**

$$r_d = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$$

Bezriziková výnosová míra r_f je na úrovni 2,38% a byla odvozena o výnosové míry pětiletého státního dluhopisu [7]. Tržní výnosová míra r_m je na úrovni 11,55% a byla vypočtena jako tržní úroková míra Rakouska, ČR, Maďarska a Rumunska podle výnosnosti jednotlivých indexů [Zdroj, Fio banka, a.s.]. Koeficient beta β_i měří volatilitu výnosové míry akcie společnosti Erste Group Bank vzhledem k volatilitě akciového trhu (indexu PX). Hodnota tohoto koeficientu byla stanovena výpočtem na úroveň 1,34. Způsob výpočtu, viz. Příloha 6.

$$r_d = 0,0238 + 1,34 \cdot (0,1155 - 0,0238) \doteq \mathbf{0,146 \text{ (14,6 \%)}}$$

Požadovaná výnosová míra akcií společnosti Erste Group Bank byla stanovena na hodnotu 0,146 (14,6 %).

Dividendový diskontní model

Gordonův dividendový diskontní model

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r_d - g} = \frac{D_1}{r_d - g}$$

Vyplacená dividendy za rok 2009 (D_0) dosáhla 16,72 Kč (0,65 EUR), míra růstu dividend (g) byla stanovena na 0,071 (7,1%) a požadovaná výnosová míra (r_d) na 0,146 (14,6 %).

$$VH_A = \frac{16,72 \cdot (1 + 0,071)}{0,146 - 0,071} = \frac{17,91}{0,075} \doteq \mathbf{238,80\ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti Erste Group Bank byla dividendovým diskontním modelem stanovena na 238,8 Kč.

Ziskový model

Při výpočtu vnitřní hodnoty akcie se bude vycházet z jednostupňového ziskového modelu. Čistý zisk na akcii (E_1) vychází z analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010.

$$VH_A = E_1 \cdot \frac{VP_F}{(r_d - g)}$$

Předpokládaný čistý zisk na akcii (E_1) je na základě analýzy hospodářských výsledků společnosti za 3Q 2010 odhadován na úrovni 83,40 Kč (3,34 EUR). Dividendový výplatní poměr byl v roce 2009 na hodnotě 27 % ($VP = 0,27$).

$$VH_A = 83,4 \cdot \frac{0,27}{(0,146 - 0,071)} = \mathbf{300,20\ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti Erste Group Bank byla jednostupňovým ziskovým modelem stanovena na 300,20 Kč.

Bilanční model

$$VH_A = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot VP}{(r_d - g)} = \frac{1079,10 \cdot 0,097 \cdot 0,27}{(0,146 - 0,071)} = \mathbf{376,80\ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie společnosti Erste Group Bank byla bilančním modelem stanovena na úroveň 376,80 Kč.

4.5.4 SWOT analýza společnosti

Silné stránky

- Silná banka v oblasti retailu v regionu Střední a východní Evropy
- Efektivní řízení nákladů (vlivem restrukturalizace)
- Dlouhodobý rating od společnosti Standard & Poors na stupni A se stabilním výhledem

Slabé stránky

- Segment zákazníků, který je považován za rizikovější (spotřebitelský segment)

Příležitosti

- Zvýšení objemu poskytnutých úvěrů v souvislosti s ekonomickým oživením
- Případné další akvizice ve východní Evropě

Hrozby

- Prohloubení problémů s rozpočty evropských zemí
- Propad úrokových výnosů, poplatků a provizí v souvislosti se zvýšením konkurenčních tlaků
- Nepotvrzení ekonomického oživení, což by vedlo k nárůstu špatných úvěrů

4.6 Zhodnocení výsledků fundamentální analýzy

Každý potenciální investor, který zvažuje investici (nejen) na kapitálových trzích, musí u každé investiční příležitosti vždy zvažovat tyto tři základní investiční faktory:

- **Výnosnost**
- **Rizikovitost**
- **Likvidita**

Rozhodnutí, zda jsou vybrané akcie vhodnou investiční variantou, vychází z výsledků fundamentální analýzy jednotlivých akcií a jejich emitentů.

Výnosnost akcií bude stanovena jako rozdíl mezi stanovenou vnitřní hodnotou akcie a její aktuální tržní cenou. Protože bylo u jednotlivých akcií použito více metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, je celková vnitřní hodnota akcie vypočítána jako aritmetický průměr vnitřních hodnot dosažených těmito jednotlivými metodami. Obecně platí, že vyšší výnosnost investice znamená i vyšší podstupované riziko ze strany investora.

Rizikovitost jednotlivých akcií spočívá především ve volatilitě jejich tržních cen. Tento faktor je při výpočtech zohledněn ve velikosti požadované výnosové míry. Čím rizikovější je akcie, tím vyšší je požadovaná výnosová míra. Investice do cenných papírů však představuje podstoupení celé řady dalších rizik, která mohou být úplně eliminována nebo alespoň minimalizována vhodným sestavením (diverzifikací) investičního portfolia. Např. volbou investice do akcií české společnosti, které jsou emitované na českém kapitálovém trhu, investor zcela eliminuje devizové riziko.

Likvidita jednotlivých cenných papírů je velice vysoká, protože se jedná o akcie, které jsou obchodovány v segmentu SPAD na BCPP a mají nejvyšší podíl v indexu PX. Tzn., že se jedná o nejlikvidnější akcie na českém kapitálovém trhu.

Vzhledem k tomu, že vybrané akcie dosahují přibližně stejné likvidity, budou hodnoceny především z pohledu výnosnosti (viz. Tabulka 49) a rizikovosti (viz. Tabulka 50).

Vybrané cenné papíry dle zhodnocení									
Emitent	Tržní cena [Kč]	Váha v PX [%]	β koef.	r_d [koef.]	g [koef.]	VH [Kč]	VH _A -tržní cena [Kč]	Zhodnocení [%]	Doporučení
ČEZ	752,00	22,05	0,990	0,145	0,102	1 234,30	482,30	64,1	koupit
TELE O2	370,60	12,80	0,290	0,059	-0,016	480,85	110,25	29,7	koupit
NWR	206,50	6,91	1,100	0,158	0,114	260,20	53,70	26,0	koupit
KB	4 082,00	17,72	0,795	0,121	0,068	3 452,10	-629,90	-15,4	redukovat
ERSTE	750,60	28,92	1,340	0,146	0,071	305,30	-445,30	-59,3	prodat

Tabulka 49: Vybrané cenné papíry dle zhodnocení

Absolutní výnosnost (v Kč) je stanovena jako rozdíl vnitřní hodnoty akcie a její tržní ceny. Relativní výnosnost (v %) je stanovena jako podíl absolutní výnosnosti a aktuální tržní ceny. Je-li vnitřní hodnota akcie vyšší než její tržní cena (kurz), je akcie považována za podhodnocenou a doporučení je „koupit“. Je-li vnitřní hodnota akcie nižší než její tržní cena, pak je akcie považována za nadhodnocenou a doporučení je „prodat“, resp. „redukovat“.

Stupně doporučení jsou stanoveny následovně:

„**Koupit**“ – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené vnitřní hodnotě akcie (cílové ceně).

„**Akumulovat**“ – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené vnitřní hodnotě akcie (cílové ceně), pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu.

„**Držet**“ – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené vnitřní hodnoty akcie (cílové ceny).

„**Redukovat**“ – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené vnitřní hodnotě akcie (cílové ceně), pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu.

„**Prodat**“ – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené vnitřní hodnotě akcie (cílové ceně). (Zdroj: Fio banka, a.s.)

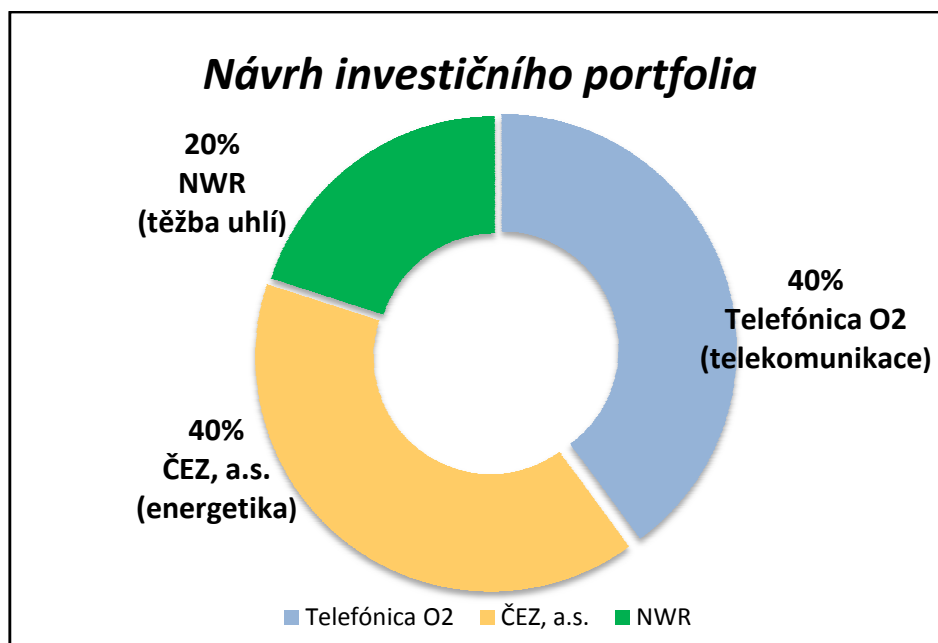
Vybrané cenné papíry dle rizikivosti (dle β koef.)									
Emitent	Tržní cena [Kč]	Váha v PX [%]	β koef.	r_d [koef.]	g [koef.]	VH [Kč]	VH _A -tržní cena [Kč]	Zhodnocení [%]	Doporučení
TELE O2	370,60	12,80	0,290	0,059	-0,016	480,85	110,25	29,7	koupit
KB	4 082,00	17,72	0,795	0,121	0,068	3 452,10	-629,90	-15,4	redukovat
ČEZ	752,00	22,05	0,990	0,145	0,102	1 234,30	482,30	64,1	koupit
NWR	206,50	6,91	1,100	0,158	0,114	260,20	53,70	26,0	koupit
ERSTE	750,60	28,92	1,340	0,146	0,071	305,30	-445,30	-59,3	prodat

Tabulka 50: Vybrané cenné papíry dle rizikivosti

Při seřazení akcií podle jejich rizikivosti se vychází podle hodnoty koeficientu β , který představuje volatilitu kurzu jednotlivých akcií vůči indexu PX. Nejlépe hodnocenou společností z tohoto pohledu je Telefónica O2, naopak titulem s nejvyšší volatilitou je Erste Group Bank.

5 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ A JEJICH PŘÍNOS

Na základě výsledků globální fundamentální analýzy a analýzy jednotlivých společností a jejich akcií, navrhuji investici volných peněžních prostředků společnosti LOMAX & Co s.r.o. do akcií společností TELEFÓNICA O2 C.R., ČEZ, a.s. a NEW WORLD RESOURCES.



Graf 26: Návrh investičního portfolia

Vzhledem k požadavkům společnosti LOMAX & Co s.r.o. na zamýšlenou investici navrhuji sestavení následujícího portfolia akcií: 40% TELEFÓNICA O2 C.R., 40% ČEZ, a.s. a 20% NEW WORLD RESOURCES. Návrh investičního portfolia je znázorněn na Grafu 26 a v Tabulce 51.

Návrh investičního portfolia k 1.12.2010					
Emitent	Váha v portfoliu [%]	Tržní cena [Kč]	Plánovaný objem investice [Kč]	Počet akcií [ks]	Skutečný objem investice
TELE O2	40,0	370,60	2 000 000,-	5 396	1 999 758,-
ČEZ	40,0	752,00	2 000 000,-	2 659	1 999 568,-
NWR	20,0	206,50	1 000 000,-	4 842	999 873,-

Tabulka 51: Návrh investičního portfolia k 1.12.2010

Společnost LOMAX & Co s.r.o. plánuje investici v objemu 5 milionů Kč. Navrhované portfolio akcií se tak skládá z 5 396 ks akcií TELEFÓNICA O2 C.R., 2 659 ks akcií ČEZ, a.s. a 4 842 ks akcií NEW WORLD RESOURCES.

6 ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo navrhnout vhodnou finanční investici společnosti LOMAX & Co s.r.o. na kapitálových trzích s ohledem na současnou ekonomickou situaci.

Prvním dílčím cílem byla analýza současné ekonomické situace. Po provedení analýzy bylo zjištěno, že ekonomiky všech vyspělých zemí prošly stejným vývojem. Po vypuknutí globální finanční krize upadly v roce 2009 do nečekaně hluboké hospodářské recese. V současnosti se světová ekonomika nachází ve fázi stabilizace a postupného ožívování. Proto je jí predikován pozvolný ekonomický růst, který se také měl jednoznačně projevit i na akciových trzích.

V této fázi by proto měli investoři začít nakupovat akcie, jejichž tržní ceny by měli začít postupně stoupat. Jedná proto o příznivé období pro investici do akcií. Protože je však obnova hospodářského růstu spojena s mnoha nejistotami, je na akciových trzích patrná nervozita investorů, která se projevuje zvýšenou volatilitou tržních cen (kurzů) akcií. Investice by tedy měly být realizovány s vysokou opatrností a investor by měl být schopen rychle reagovat na případné změny na akciových trzích upravením svého portfolia.

Druhým dílčím cílem práce byla analýza současných investičních příležitostí na finančních trzích. Analýza byla zaměřena na kapitálový trh v České republice a k analýze bylo vybráno pět nejlikvidnějších akcií obchodovaných v segmentu SPAD na Burze cenných papírů Praha. Výsledkem analýzy bylo zjištění, že akcie společností ČEZ, a.s., TELEFÓNICA O2 C.R. a NEW WORLD RESOURCES jsou v současné době podhodnoceny, protože se aktuální tržní cena akcií pohybuje na nižších úrovních než je jejich vnitřní hodnota. Z tohoto důvodu jsou považovány za vhodnou investiční variantu.

Třetím dílčím cílem byl návrh vhodné investiční varianty, resp. sestavení vhodného investičního portfolia. Navrhované portfolio ve všech bodech odpovídá požadavkům společnosti LOMAX & Co s.r.o.

7 SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografie:

[1] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002. 459 s.

ISBN 80-86119-55-6.

[2] REJNUŠ, O. *Cenné papíry a burzy*. 1. vyd. Brno: CERM, 2009.

ISBN 978-80-214-3805-7.

[3] REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 1. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2008. ISBN 978-80-87071-87-8.

[4] REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie*. 2. vyd. Brno: CERM, 2006. ISBN 80-214-3235-7.

[5] SYNEK, M. a kolektiv: *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-1992-4.

[6] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-38-6.

Elektronické zdroje:

[7] BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Data z obchodování* [online].

2010 [cit. 2010-11-15]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry>.

[8] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výnosy státních dluhopisů* [online].

2010 [cit. 2010-11-25]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=450&p_uka=1%2C2%2C3%2C4%2C5%2C6%2C7&p_strid=EBA&p_od=201001&p_do=201012&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C.

[9] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zpráva o finanční stabilitě 2009/2010* [online].

2010 [cit. 2010-11-10]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/index.html.

[10] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zpráva o inflaci – IV 2010* [online].

2010 [cit. 2010-11-10]. Dostupné z:

<http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-search-area=czech-version&cnb-folder=%2Fcs%2F&cnb-search-action-block=search&cnb-search-query=zpráva+o+inflaci>.

[11] ČEZ, A.S. *Konsolidované výsledky hospodaření za I.-III. Čtvrtletí 2010* [online].

2010 [cit. 2010-11-20]. Dostupné z:

<http://www.cez.cz/cs/pro-investory/hospodarske-vysledky/ctvrtletni-zpravy/115.html>.

[12] ČEZ, A.S. *Výroční zpráva za rok 2009* [online]. 2010 [cit. 2010-11-20]. Dostupné

z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/hospodarske-vysledky/vyrocni-zpravy.html>.

[13] ERSTE GROUP BANK. *Annual Report 2009, Full report* [online].

2010 [cit. 2010-11-25]. Dostupné z:

http://www.erstegroup.com/Investor_Relations/Financial_Results/Annual_Reporting.

[14] ERSTE GROUP BANK. *Quarterly Reporting* [online].

2010 [cit. 2010-11-25]. Dostupné z:

http://www.erstegroup.com/Investor_Relations/Financial_Results/Quarterly_Reporting.

[15] KOMERČNÍ BANKA, A.S. *KB Group 3Q 2010 Financial Results* [online]. 2010

[cit. 2010-11-20]. Dostupné z:

<http://www.kb.cz/cs/o-bance/vztahy-s-investory/publikace/hospodarske-vysledky.shtml>.

[16] KOMERČNÍ BANKA, A.S. *Výroční zpráva 2009* [online].

2010 [cit. 2010-11-20]. Dostupné z:

<http://www.kb.cz/cs/o-bance/vztahy-s-investory/publikace/vyrocni-zpravy.shtml>

[17] MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce České republiky* [online]. 2010 [cit. 2010-11-22]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2010Q4_komplet_pdf.pdf.

[18] NEW WORLD RESOURCES. *Annual Report 2009 NWR* [online].

2010 [cit. 2010-11-20]. Dostupné z:

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=221913&p=irol-annualreview>.

[19] NEW WORLD RESOURCES. *Nine Months 2010 Results* [online].

2010 [cit. 2010-11-20]. Dostupné z:

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=221913&p=irol-presentations>.

[20] TELEFÓNICA O2 C.R. *Finanční výsledky za první tři čtvrtletí 2010* [online]. 2010 [cit. 2010-11-20]. Dostupné z:

http://www.o2.cz/osobni/3033-financni_a_provozni_vysledky/?view=175235.

[21] TELEFÓNICA O2 C.R. *Výroční zpráva 2009* [online]. 2010 [cit. 2010-11-20]. Dostupné z: http://www.o2.cz/osobni/3040-vyrocni_a_pololetni_zpravy/.

[22] WIKIPEDIA. *Fundamentální analýza* [online]. 2010 [cit. 2010-11-20]. Dostupné z: http://cs.wikipedia.org/wiki/Fundamentáln%C3%AD_analýza#Metody_vyu.C5.BE.C3.ADvaj.C3.ADc.C3.AD_pom.C4.9Brov.C3.BD_ukazatel_P.2FBV.

8 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1 - Geografická působnost a postavení Erste Group Bank na jednotlivých trzích

Příloha 2 – Výpočet beta koeficientu akcií ČEZ, a.s.

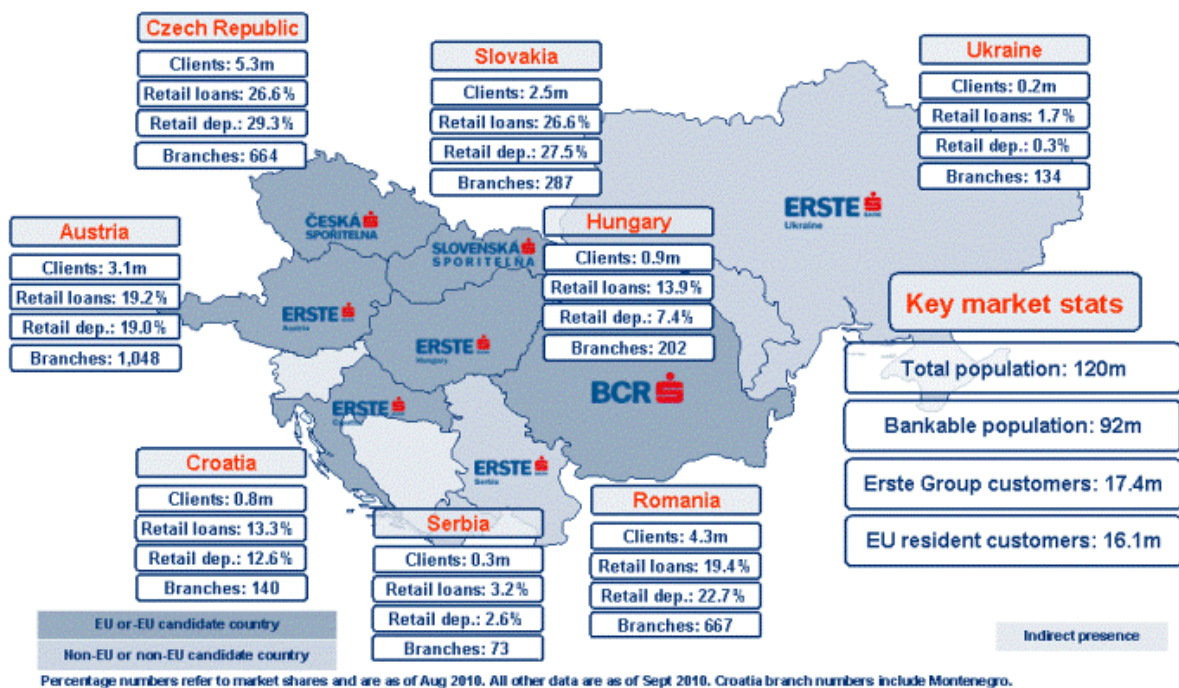
Příloha 3 – Výpočet beta koeficientu akcií TELEFÓNICA O2 C.R.

Příloha 4 – Výpočet beta koeficientu akcií NWR

Příloha 5 – Výpočet beta koeficientu akcií KOMERČNÍ BANKA, a.s.

Příloha 6 – Výpočet beta koeficientu akcií ERSTE GROUP BANK

Příloha 1 - Geografická působnost a postavení Erste Group Bank na jednotlivých trzích



Příloha 2 – Výpočet beta koeficientu akcií ČEZ, a.s.

Výpočet beta koeficientu akcií ČEZ, a.s.									
Akcie ČEZ					Index PX				
	Cena	Změna	Hodnota	Změna		Cena	Změna	Hodnota	Změna
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
1.6.2010	879,30	-1,10	1 154,20	-1,92	26.7.2010	868,40	-0,17	1 175,30	0,76
2.6.2010	893,80	1,65	1 159,00	0,42	27.7.2010	870,80	0,28	1 189,40	1,20
3.6.2010	907,40	1,52	1 183,00	2,07	28.7.2010	864,60	-0,71	1 183,90	-0,46
4.6.2010	892,30	-1,66	1 135,30	-4,03	29.7.2010	872,00	0,86	1 191,40	0,63
7.6.2010	879,80	-1,40	1 114,40	-1,84	30.7.2010	868,30	-0,42	1 174,60	-1,41
8.6.2010	884,10	0,49	1 103,10	-1,01	2.8.2010	872,00	0,43	1 190,30	1,34
9.6.2010	885,50	0,16	1 107,30	0,38	3.8.2010	877,20	0,60	1 189,70	-0,05
10.6.2010	909,60	2,72	1 132,70	2,29	4.8.2010	872,10	-0,58	1 205,90	1,36
11.6.2010	913,00	0,37	1 145,50	1,13	5.8.2010	878,20	0,70	1 197,10	-0,73
14.6.2010	918,90	0,65	1 153,30	0,68	6.8.2010	879,10	0,10	1 199,10	0,17
15.6.2010	918,80	-0,01	1 157,90	0,40	9.8.2010	877,00	-0,24	1 199,50	0,03
16.6.2010	920,00	0,13	1 161,30	0,29	10.8.2010	869,90	-0,81	1 192,30	-0,60
17.6.2010	925,00	0,54	1 158,10	-0,28	11.8.2010	852,60	-1,99	1 173,60	-1,57
18.6.2010	933,50	0,92	1 164,90	0,59	12.8.2010	847,40	-0,61	1 167,00	-0,56
21.6.2010	939,50	0,64	1 185,40	1,76	13.8.2010	863,00	1,84	1 173,50	0,56
22.6.2010	936,00	-0,37	1 172,40	-1,10	16.8.2010	862,70	-0,03	1 182,00	0,72
23.6.2010	880,20	-5,96	1 150,00	-1,91	17.8.2010	867,80	0,59	1 196,70	1,24
24.6.2010	870,00	-1,16	1 137,90	-1,05	18.8.2010	851,00	-1,94	1 184,60	-1,01
25.6.2010	868,30	-0,20	1 130,60	-0,64	19.8.2010	852,40	0,16	1 188,30	0,31
28.6.2010	862,00	-0,73	1 134,20	0,32	20.8.2010	839,50	-1,51	1 173,30	-1,26
29.6.2010	854,50	-0,87	1 113,70	-1,81	23.8.2010	841,30	0,21	1 180,10	0,58
30.6.2010	857,30	0,33	1 103,90	-0,88	24.8.2010	827,50	-1,64	1 152,30	-2,36
1.7.2010	861,00	0,43	1 100,10	-0,34	25.8.2010	816,80	-1,29	1 142,10	-0,89
2.7.2010	879,60	2,16	1 119,00	1,72	26.8.2010	831,10	1,75	1 148,00	0,52
7.7.2010	878,60	-0,11	1 117,50	-0,13	27.8.2010	825,50	-0,67	1 151,80	0,33
8.7.2010	877,40	-0,14	1 140,80	2,09	30.8.2010	829,40	0,47	1 154,70	0,25
9.7.2010	874,60	-0,32	1 147,80	0,61	31.8.2010	815,00	-1,74	1 141,10	-1,18
12.7.2010	878,70	0,47	1 148,70	0,08	1.9.2010	815,90	0,11	1 156,50	1,35
13.7.2010	877,20	-0,17	1 172,30	2,05	2.9.2010	831,00	1,85	1 178,20	1,88
14.7.2010	881,30	0,47	1 174,80	0,21	3.9.2010	828,80	-0,26	1 171,10	-0,60
15.7.2010	876,80	-0,51	1 174,90	0,01	6.9.2010	834,20	0,65	1 162,00	-0,78
16.7.2010	867,80	-1,03	1 153,10	-1,86	7.9.2010	826,00	-0,98	1 145,60	-1,41
19.7.2010	867,90	0,01	1 147,50	-0,49	8.9.2010	823,50	-0,30	1 135,90	-0,85
20.7.2010	862,30	-0,65	1 142,60	-0,43	9.9.2010	827,40	0,47	1 142,80	0,61
21.7.2010	870,30	0,93	1 160,30	1,55	10.9.2010	817,50	-1,20	1 138,80	-0,35
22.7.2010	876,00	0,65	1 169,80	0,82	13.9.2010	822,50	0,61	1 149,40	0,93
23.7.2010	869,90	-0,70	1 166,40	-0,29	14.9.2010	827,10	0,56	1 147,40	-0,17

Výpočet beta koeficientu akcií ČEZ, a.s.

Akcie ČEZ					Index PX				
Cena		Změna	Hodnota		Cena		Změna	Hodnota	
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
15.9.2010	827,00	-0,01	1 142,20	-0,45	22.10.2010	755,50	-1,58	1 138,10	-0,17
16.9.2010	839,20	1,48	1 139,40	-0,25	25.10.2010	762,20	0,89	1 158,10	1,76
17.9.2010	836,80	-0,29	1 126,90	-1,10	26.10.2010	767,10	0,64	1 154,50	-0,31
20.9.2010	847,40	1,27	1 133,40	0,58	27.10.2010	781,00	1,81	1 163,90	0,81
21.9.2010	837,80	-1,13	1 137,60	0,37	29.10.2010	778,10	-0,37	1 156,00	-0,68
22.9.2010	826,50	-1,35	1 129,20	-0,74	1.11.2010	784,30	0,80	1 157,50	0,13
23.9.2010	823,40	-0,38	1 129,40	0,02	2.11.2010	782,50	-0,23	1 160,80	0,29
24.9.2010	823,40	0,00	1 135,80	0,57	3.11.2010	776,10	-0,82	1 168,30	0,65
27.9.2010	818,20	-0,63	1 130,80	-0,44	4.11.2010	776,30	0,03	1 173,60	0,45
29.9.2010	804,50	-1,67	1 120,60	-0,90	5.11.2010	764,60	-1,51	1 166,20	-0,63
30.9.2010	806,10	0,20	1 131,60	0,98	8.11.2010	761,80	-0,37	1 164,10	-0,18
1.10.2010	813,60	0,93	1 126,70	-0,43	9.11.2010	783,00	2,78	1 172,00	0,68
4.10.2010	807,10	-0,80	1 128,40	0,15	10.11.2010	774,80	-1,05	1 157,40	-1,25
5.10.2010	816,00	1,10	1 129,50	0,10	11.11.2010	759,10	-2,03	1 140,60	-1,45
6.10.2010	826,50	1,29	1 143,10	1,20	12.11.2010	759,10	0,00	1 155,60	1,32
7.10.2010	824,00	-0,30	1 145,70	0,23	15.11.2010	757,20	-0,25	1 147,10	-0,74
8.10.2010	818,10	-0,72	1 141,60	-0,36	16.11.2010	746,90	-1,36	1 143,50	-0,31
11.10.2010	822,00	0,48	1 151,50	0,87	18.11.2010	744,80	-0,28	1 150,90	0,65
12.10.2010	816,10	-0,72	1 140,00	-1,00	19.11.2010	746,10	0,17	1 147,10	-0,33
13.10.2010	809,50	-0,81	1 151,90	1,04	22.11.2010	743,00	-0,42	1 141,50	-0,49
14.10.2010	774,50	-4,32	1 142,30	-0,83	23.11.2010	744,00	0,13	1 122,00	-1,71
15.10.2010	769,50	-0,65	1 142,10	-0,02	24.11.2010	760,80	2,26	1 125,50	0,31
18.10.2010	758,50	-1,43	1 133,60	-0,74	25.11.2010	770,50	1,27	1 132,20	0,60
19.10.2010	780,50	2,90	1 136,50	0,26	26.11.2010	767,50	-0,39	1 126,50	-0,50
20.10.2010	769,00	-1,47	1 131,70	-0,42	29.11.2010	763,90	-0,47	1 119,00	-0,67
21.10.2010	767,60	-0,18	1 140,00	0,73	30.11.2010	752,00	-1,56	1 107,20	-1,05

$$\beta_i = \frac{cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

$$\beta_{\text{ČEZ}} = 0,99$$

Příloha 3 – Výpočet beta koeficientu akcií TELEFÓNICA O2 C.R.

Výpočet beta koeficientu akcií TELEFÓNICA O2 C.R.									
Akcie O2					Index PX				
	Cena	Změna	Hodnota	Změna		Cena	Změna	Hodnota	Změna
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
1.6.2010	408,50	0,49	1 154,20	-1,92	26.7.2010	431,00	0,00	1175,30	0,76
2.6.2010	407,00	-0,37	1 159,00	0,42	27.7.2010	429,90	-0,26	1189,40	1,20
3.6.2010	411,60	1,13	1 183,00	2,07	28.7.2010	428,50	-0,33	1183,90	-0,46
4.6.2010	406,50	-1,24	1 135,30	-4,03	29.7.2010	432,90	1,03	1191,40	0,63
7.6.2010	398,60	-1,94	1 114,40	-1,84	30.7.2010	433,40	0,12	1174,60	-1,41
8.6.2010	400,10	0,38	1 103,10	-1,01	2.8.2010	436,50	0,72	1190,30	1,34
9.6.2010	397,80	-0,57	1 107,30	0,38	3.8.2010	437,40	0,21	1189,70	-0,05
10.6.2010	396,60	-0,30	1 132,70	2,29	4.8.2010	437,50	0,02	1205,90	1,36
11.6.2010	395,80	-0,20	1 145,50	1,13	5.8.2010	441,80	0,98	1197,10	-0,73
14.6.2010	395,80	0,00	1 153,30	0,68	6.8.2010	445,20	0,77	1199,10	0,17
15.6.2010	394,50	-0,33	1 157,90	0,40	9.8.2010	450,30	1,15	1199,50	0,03
16.6.2010	395,10	0,15	1 161,30	0,29	10.8.2010	446,00	-0,95	1192,30	-0,60
17.6.2010	397,30	0,56	1 158,10	-0,28	11.8.2010	443,00	-0,67	1173,60	-1,57
18.6.2010	401,00	0,93	1 164,90	0,59	12.8.2010	439,00	-0,90	1167,00	-0,56
21.6.2010	406,50	1,37	1 185,40	1,76	13.8.2010	439,00	0,00	1173,50	0,56
22.6.2010	408,00	0,37	1 172,40	-1,10	16.8.2010	438,00	-0,23	1182,00	0,72
23.6.2010	409,80	0,44	1 150,00	-1,91	17.8.2010	435,60	-0,55	1196,70	1,24
24.6.2010	411,70	0,46	1 137,90	-1,05	18.8.2010	432,90	-0,62	1184,60	-1,01
25.6.2010	413,30	0,39	1 130,60	-0,64	19.8.2010	436,70	0,88	1188,30	0,31
28.6.2010	413,30	0,00	1 134,20	0,32	20.8.2010	436,50	-0,05	1173,30	-1,26
29.6.2010	411,60	-0,41	1 113,70	-1,81	23.8.2010	439,30	0,64	1180,10	0,58
30.6.2010	411,10	-0,12	1 103,90	-0,88	24.8.2010	437,80	-0,34	1152,30	-2,36
1.7.2010	419,40	2,02	1 100,10	-0,34	25.8.2010	437,40	-0,09	1142,10	-0,89
2.7.2010	419,60	0,05	1 119,00	1,72	26.8.2010	438,30	0,21	1148,00	0,52
7.7.2010	421,00	0,33	1 117,50	-0,13	27.8.2010	437,20	-0,25	1151,80	0,33
8.7.2010	422,10	0,26	1 140,80	2,09	30.8.2010	437,40	0,05	1154,70	0,25
9.7.2010	423,00	0,21	1 147,80	0,61	31.8.2010	436,90	-0,11	1141,10	-1,18
12.7.2010	428,80	1,37	1 148,70	0,08	1.9.2010	438,40	0,34	1156,50	1,35
13.7.2010	433,50	1,10	1 172,30	2,05	2.9.2010	437,00	-0,32	1178,20	1,88
14.7.2010	436,60	0,72	1 174,80	0,21	3.9.2010	428,50	-1,95	1171,10	-0,60
15.7.2010	439,60	0,69	1 174,90	0,01	6.9.2010	393,50	-8,17	1162,00	-0,78
16.7.2010	438,30	-0,30	1 153,10	-1,86	7.9.2010	389,00	-1,14	1145,60	-1,41
19.7.2010	429,00	-2,12	1 147,50	-0,49	8.9.2010	378,20	-2,78	1135,90	-0,85
20.7.2010	430,10	0,26	1 142,60	-0,43	9.9.2010	384,60	1,69	1142,80	0,61
21.7.2010	431,70	0,37	1 160,30	1,55	10.9.2010	387,40	0,73	1138,80	-0,35
22.7.2010	430,80	-0,21	1 169,80	0,82	13.9.2010	391,70	1,11	1149,40	0,93
23.7.2010	431,00	0,05	1 166,40	-0,29	14.9.2010	391,00	-0,18	1147,40	-0,17

Výpočet beta koeficientu akcií TELEFÓNICA O2 C.R.

Akcie O2					Index PX				
Cena		Změna	Hodnota		Cena		Změna	Hodnota	
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
15.9.2010	389,50	-0,38	1142,20	-0,45	22.10.2010	386,30	0,08	1138,10	-0,17
16.9.2010	389,60	0,03	1139,40	-0,25	25.10.2010	388,70	0,62	1158,10	1,76
17.9.2010	390,00	0,10	1126,90	-1,10	26.10.2010	388,30	-0,10	1154,50	-0,31
20.9.2010	386,20	-0,97	1133,40	0,58	27.10.2010	387,00	-0,33	1163,90	0,81
21.9.2010	386,00	-0,05	1137,60	0,37	29.10.2010	385,90	-0,28	1156,00	-0,68
22.9.2010	389,00	0,78	1129,20	-0,74	1.11.2010	388,20	0,60	1157,50	0,13
23.9.2010	389,40	0,10	1129,40	0,02	2.11.2010	392,50	1,11	1160,80	0,29
24.9.2010	390,80	0,36	1135,80	0,57	3.11.2010	404,00	2,93	1168,30	0,65
27.9.2010	384,70	-1,56	1130,80	-0,44	4.11.2010	398,50	-1,36	1173,60	0,45
29.9.2010	383,80	-0,23	1120,60	-0,90	5.11.2010	394,30	-1,05	1166,20	-0,63
30.9.2010	385,50	0,44	1131,60	0,98	8.11.2010	391,50	-0,71	1164,10	-0,18
1.10.2010	381,80	-0,96	1126,70	-0,43	9.11.2010	391,10	-0,10	1172,00	0,68
4.10.2010	382,60	0,21	1128,40	0,15	10.11.2010	384,10	-1,79	1157,40	-1,25
5.10.2010	382,00	-0,16	1129,50	0,10	11.11.2010	390,50	1,67	1140,60	-1,45
6.10.2010	376,50	-1,44	1143,10	1,20	12.11.2010	391,60	0,28	1155,60	1,32
7.10.2010	378,60	0,56	1145,70	0,23	15.11.2010	389,20	-0,61	1147,10	-0,74
8.10.2010	378,80	0,05	1141,60	-0,36	16.11.2010	384,00	-1,34	1143,50	-0,31
11.10.2010	378,60	-0,05	1151,50	0,87	18.11.2010	378,10	-1,54	1150,90	0,65
12.10.2010	376,60	-0,53	1140,00	-1,00	19.11.2010	379,20	0,29	1147,10	-0,33
13.10.2010	378,60	0,53	1151,90	1,04	22.11.2010	375,30	-1,03	1141,50	-0,49
14.10.2010	379,30	0,18	1142,30	-0,83	23.11.2010	369,40	-1,57	1122,00	-1,71
15.10.2010	386,10	1,79	1142,10	-0,02	24.11.2010	369,70	0,08	1125,50	0,31
18.10.2010	386,20	0,03	1133,60	-0,74	25.11.2010	371,60	0,51	1132,20	0,60
19.10.2010	380,80	-1,40	1136,50	0,26	26.11.2010	372,00	0,11	1126,50	-0,50
20.10.2010	383,30	0,66	1131,70	-0,42	29.11.2010	372,00	0,00	1119,00	-0,67
21.10.2010	386,00	0,70	1140,00	0,73	30.11.2010	370,60	-0,38	1107,20	-1,05

$$\beta_i = \frac{cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

$$B_{O2} = 0,29$$

Příloha 4 – Výpočet beta koeficientu akcií NWR

Výpočet beta koeficientu akcií NWR									
Akcie NWR					Index PX				
	Cena	Změna	Hodnota	Změna		Cena	Změna	Hodnota	Změna
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
1.6.2010	227,8	-3,9	1 154,20	-1,92	26.7.2010	229,2	0,31	1175,30	0,76
2.6.2010	228,8	0,44	1 159,00	0,42	27.7.2010	230,1	0,39	1189,40	1,20
3.6.2010	236,3	3,28	1 183,00	2,07	28.7.2010	227,6	-1,09	1183,90	-0,46
4.6.2010	223,0	-5,63	1 135,30	-4,03	29.7.2010	226,2	-0,62	1191,40	0,63
7.6.2010	215,6	-3,32	1 114,40	-1,84	30.7.2010	223,5	-1,19	1174,60	-1,41
8.6.2010	210,6	-2,32	1 103,10	-1,01	2.8.2010	227,3	1,70	1190,30	1,34
9.6.2010	216,5	2,80	1 107,30	0,38	3.8.2010	226,9	-0,18	1189,70	-0,05
10.6.2010	219,0	1,15	1 132,70	2,29	4.8.2010	229,5	1,15	1205,90	1,36
11.6.2010	221,5	1,14	1 145,50	1,13	5.8.2010	230,8	0,57	1197,10	-0,73
14.6.2010	229,5	3,61	1 153,30	0,68	6.8.2010	232,1	0,56	1199,10	0,17
15.6.2010	231,7	0,96	1 157,90	0,40	9.8.2010	231,5	-0,26	1199,50	0,03
16.6.2010	226,8	-2,11	1 161,30	0,29	10.8.2010	228,7	-1,21	1192,30	-0,60
17.6.2010	226,0	-0,35	1 158,10	-0,28	11.8.2010	224,3	-1,92	1173,60	-1,57
18.6.2010	226,8	0,35	1 164,90	0,59	12.8.2010	222,0	-1,03	1167,00	-0,56
21.6.2010	234,5	3,40	1 185,40	1,76	13.8.2010	222,0	0,00	1173,50	0,56
22.6.2010	233,5	-0,43	1 172,40	-1,10	16.8.2010	222,8	0,36	1182,00	0,72
23.6.2010	233,5	0,00	1 150,00	-1,91	17.8.2010	226,8	1,80	1196,70	1,24
24.6.2010	230,8	-1,16	1 137,90	-1,05	18.8.2010	225,6	-0,53	1184,60	-1,01
25.6.2010	228,3	-1,08	1 130,60	-0,64	19.8.2010	227,5	0,84	1188,30	0,31
28.6.2010	227,4	-0,39	1 134,20	0,32	20.8.2010	224,6	-1,27	1173,30	-1,26
29.6.2010	221,9	-2,42	1 113,70	-1,81	23.8.2010	228,2	1,60	1180,10	0,58
30.6.2010	219,5	-1,08	1 103,90	-0,88	24.8.2010	224,8	-1,49	1152,30	-2,36
1.7.2010	213,5	-2,73	1 100,10	-0,34	25.8.2010	222,9	-0,85	1142,10	-0,89
2.7.2010	214,6	0,52	1 119,00	1,72	26.8.2010	217,8	-2,29	1148,00	0,52
7.7.2010	212,9	-0,79	1 117,50	-0,13	27.8.2010	217,2	-0,28	1151,80	0,33
8.7.2010	217,9	2,35	1 140,80	2,09	30.8.2010	219,4	1,01	1154,70	0,25
9.7.2010	219,3	0,64	1 147,80	0,61	31.8.2010	213,8	-2,55	1141,10	-1,18
12.7.2010	221,5	1,00	1 148,70	0,08	1.9.2010	215,4	0,75	1156,50	1,35
13.7.2010	227,5	2,71	1 172,30	2,05	2.9.2010	218,5	1,44	1178,20	1,88
14.7.2010	225,8	-0,75	1 174,80	0,21	3.9.2010	220,1	0,73	1171,10	-0,60
15.7.2010	226,8	0,44	1 174,90	0,01	6.9.2010	223,5	1,54	1162,00	-0,78
16.7.2010	222,8	-1,76	1 153,10	-1,86	7.9.2010	218,3	-2,33	1145,60	-1,41
19.7.2010	221,0	-0,81	1 147,50	-0,49	8.9.2010	221,5	1,47	1135,90	-0,85
20.7.2010	218,2	-1,27	1 142,60	-0,43	9.9.2010	224,0	1,13	1142,80	0,61
21.7.2010	228,8	4,86	1 160,30	1,55	10.9.2010	222,1	-0,85	1138,80	-0,35
22.7.2010	230,6	0,79	1 169,80	0,82	13.9.2010	220,3	-0,81	1149,40	0,93
23.7.2010	228,5	-0,91	1 166,40	-0,29	14.9.2010	219,0	-0,59	1147,40	-0,17

Výpočet beta koeficientu akcií NWR

Akcie NWR					Index PX				
Cena		Změna	Hodnota		Cena		Změna	Hodnota	
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
15.9.2010	213,7	-2,42	1142,20	-0,45	22.10.2010	219,6	0,23	1138,10	-0,17
16.9.2010	212,1	-0,75	1139,40	-0,25	25.10.2010	223,1	1,59	1158,10	1,76
17.9.2010	212,8	0,33	1126,90	-1,10	26.10.2010	221,1	-0,90	1154,50	-0,31
20.9.2010	213,0	0,09	1133,40	0,58	27.10.2010	220,8	-0,14	1163,90	0,81
21.9.2010	218,4	2,54	1137,60	0,37	29.10.2010	216,8	-1,81	1156,00	-0,68
22.9.2010	216,8	-0,73	1129,20	-0,74	1.11.2010	217,8	0,46	1157,50	0,13
23.9.2010	214,7	-0,97	1129,40	0,02	2.11.2010	214,5	-1,52	1160,80	0,29
24.9.2010	215,0	0,14	1135,80	0,57	3.11.2010	216,7	1,03	1168,30	0,65
27.9.2010	215,6	0,28	1130,80	-0,44	4.11.2010	220,1	1,57	1173,60	0,45
29.9.2010	213,1	-1,16	1120,60	-0,90	5.11.2010	216,6	-1,59	1166,20	-0,63
30.9.2010	210,3	-1,31	1131,60	0,98	8.11.2010	216,5	-0,05	1164,10	-0,18
1.10.2010	207,6	-1,28	1126,70	-0,43	9.11.2010	219,9	1,57	1172,00	0,68
4.10.2010	210,9	1,59	1128,40	0,15	10.11.2010	217,9	-0,91	1157,40	-1,25
5.10.2010	211,0	0,05	1129,50	0,10	11.11.2010	217,3	-0,28	1140,60	-1,45
6.10.2010	217,9	3,27	1143,10	1,20	12.11.2010	216,5	-0,37	1155,60	1,32
7.10.2010	214,6	-1,51	1145,70	0,23	15.11.2010	217,8	0,60	1147,10	-0,74
8.10.2010	216,7	0,98	1141,60	-0,36	16.11.2010	216,9	-0,41	1143,50	-0,31
11.10.2010	218,3	0,74	1151,50	0,87	18.11.2010	223,3	2,95	1150,90	0,65
12.10.2010	216,1	-1,01	1140,00	-1,00	19.11.2010	216,6	-3,00	1147,10	-0,33
13.10.2010	222,8	3,10	1151,90	1,04	22.11.2010	213,8	-1,29	1141,50	-0,49
14.10.2010	222,3	-0,22	1142,30	-0,83	23.11.2010	206,8	-3,27	1122,00	-1,71
15.10.2010	221,0	-0,58	1142,10	-0,02	24.11.2010	212,3	2,66	1125,50	0,31
18.10.2010	222,5	0,68	1133,60	-0,74	25.11.2010	213,6	0,61	1132,20	0,60
19.10.2010	218,5	-1,80	1136,50	0,26	26.11.2010	207,1	-3,04	1126,50	-0,50
20.10.2010	220,8	1,05	1131,70	-0,42	29.11.2010	207,4	0,14	1119,00	-0,67
21.10.2010	219,1	-0,77	1140,00	0,73	30.11.2010	206,5	-0,43	1107,20	-1,05

$$\beta_i = \frac{cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

$$B_{NWR} = 1,1$$

Příloha 5 – Výpočet beta koeficientu akcií KOMERČNÍ BANKA, a.s.

Výpočet beta koeficientu akcií KOMERČNÍ BANKA, a.s.									
Akcie KB					Index PX				
Cena		Změna	Hodnota		Cena		Změna	Hodnota	
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
1.6.2010	3 533,00	-3,84	1 154,20	-1,92	26.7.2010	3 726,00	0,87	1 175,30	0,76
2.6.2010	3 596,00	1,78	1 159,00	0,42	27.7.2010	3 713,00	-0,35	1 189,40	1,20
3.6.2010	3 681,00	2,36	1 183,00	2,07	28.7.2010	3 718,00	0,13	1 183,90	-0,46
4.6.2010	3 615,00	-1,79	1 135,30	-4,03	29.7.2010	3 696,00	-0,59	1 191,40	0,63
7.6.2010	3 483,00	-3,65	1 114,40	-1,84	30.7.2010	3 688,00	-0,22	1 174,60	-1,41
8.6.2010	3 528,00	1,29	1 103,10	-1,01	2.8.2010	3 791,00	2,79	1 190,30	1,34
9.6.2010	3 552,00	0,68	1 107,30	0,38	3.8.2010	3 778,00	-0,34	1 189,70	-0,05
10.6.2010	3 591,00	1,10	1 132,70	2,29	4.8.2010	4 055,00	7,33	1 205,90	1,36
11.6.2010	3 573,00	-0,50	1 145,50	1,13	5.8.2010	3 978,00	-1,90	1 197,10	-0,73
14.6.2010	3 638,00	1,82	1 153,30	0,68	6.8.2010	3 993,00	0,38	1 199,10	0,17
15.6.2010	3 617,00	-0,58	1 157,90	0,40	9.8.2010	4 005,00	0,30	1 199,50	0,03
16.6.2010	3 601,00	-0,44	1 161,30	0,29	10.8.2010	4 008,00	0,07	1 192,30	-0,60
17.6.2010	3 623,00	0,61	1 158,10	-0,28	11.8.2010	4 037,00	0,72	1 173,60	-1,57
18.6.2010	3 645,00	0,61	1 164,90	0,59	12.8.2010	4 042,00	0,12	1 167,00	-0,56
21.6.2010	3 684,00	1,07	1 185,40	1,76	13.8.2010	4 048,00	0,15	1 173,50	0,56
22.6.2010	3 685,00	0,03	1 172,40	-1,10	16.8.2010	4 065,00	0,42	1 182,00	0,72
23.6.2010	3 639,00	-1,25	1 150,00	-1,91	17.8.2010	4 114,00	1,21	1 196,70	1,24
24.6.2010	3 558,00	-2,23	1 137,90	-1,05	18.8.2010	4 088,00	-0,63	1 184,60	-1,01
25.6.2010	3 638,00	2,25	1 130,60	-0,64	19.8.2010	4 131,00	1,05	1 188,30	0,31
28.6.2010	3 592,00	-1,26	1 134,20	0,32	20.8.2010	4 083,00	-1,16	1 173,30	-1,26
29.6.2010	3 492,00	-2,78	1 113,70	-1,81	23.8.2010	4 089,00	0,15	1 180,10	0,58
30.6.2010	3 423,00	-1,98	1 103,90	-0,88	24.8.2010	3 937,00	-3,72	1 152,30	-2,36
1.7.2010	3 411,00	-0,35	1 100,10	-0,34	25.8.2010	3 839,00	-2,49	1 142,10	-0,89
2.7.2010	3 405,00	-0,18	1 119,00	1,72	26.8.2010	3 826,00	-0,34	1 148,00	0,52
7.7.2010	3 511,00	3,11	1 117,50	-0,13	27.8.2010	3 825,00	-0,03	1 151,80	0,33
8.7.2010	3 522,00	0,31	1 140,80	2,09	30.8.2010	3 827,00	0,05	1 154,70	0,25
9.7.2010	3 557,00	0,99	1 147,80	0,61	31.8.2010	3 763,00	-1,67	1 141,10	-1,18
12.7.2010	3 573,00	0,45	1 148,70	0,08	1.9.2010	3 880,00	3,11	1 156,50	1,35
13.7.2010	3 659,00	2,41	1 172,30	2,05	2.9.2010	4 053,00	4,46	1 178,20	1,88
14.7.2010	3 626,00	-0,90	1 174,80	0,21	3.9.2010	3 995,00	-1,43	1 171,10	-0,60
15.7.2010	3 638,00	0,33	1 174,90	0,01	6.9.2010	4 093,00	2,45	1 162,00	-0,78
16.7.2010	3 567,00	-1,95	1 153,10	-1,86	7.9.2010	4 046,00	-1,15	1 145,60	-1,41
19.7.2010	3 660,00	2,61	1 147,50	-0,49	8.9.2010	4 028,00	-0,44	1 135,90	-0,85
20.7.2010	3 660,00	0,00	1 142,60	-0,43	9.9.2010	3 896,00	-3,28	1 142,80	0,61
21.7.2010	3 647,00	-0,36	1 160,30	1,55	10.9.2010	3 933,00	0,95	1 138,80	-0,35
22.7.2010	3 694,00	1,29	1 169,80	0,82	13.9.2010	3 993,00	1,53	1 149,40	0,93
23.7.2010	3 694,00	0,00	1 166,40	-0,29	14.9.2010	3 980,00	-0,33	1 147,40	-0,17

Výpočet beta koeficientu akcií KOMERČNÍ BANKA, a.s.

Akcie KB					Index PX					Akcie KB					Index PX				
	Cena	Změna	Hodnota	Změna							Cena	Změna	Hodnota	Změna					
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
15.9.2010	3 964,00	-0,40	1142,20	-0,45	22.10.2010	3 921,00	1,42	1138,10	-0,17										
16.9.2010	3 910,00	-1,36	1139,40	-0,25	25.10.2010	4 123,00	5,15	1158,10	1,76										
17.9.2010	3 877,00	-0,84	1126,90	-1,10	26.10.2010	4 025,00	-2,38	1154,50	-0,31										
20.9.2010	3 840,00	-0,95	1133,40	0,58	27.10.2010	4 012,00	-0,32	1163,90	0,81										
21.9.2010	3 883,00	1,12	1137,60	0,37	29.10.2010	4 001,00	-0,27	1156,00	-0,68										
22.9.2010	3 870,00	-0,33	1129,20	-0,74	1.11.2010	4 012,00	0,27	1157,50	0,13										
23.9.2010	3 847,00	-0,59	1129,40	0,02	2.11.2010	4 023,00	0,27	1160,80	0,29										
24.9.2010	3 890,00	1,12	1135,80	0,57	3.11.2010	4 065,00	1,04	1168,30	0,65										
27.9.2010	3 850,00	-1,03	1130,80	-0,44	4.11.2010	4 164,00	2,44	1173,60	0,45										
29.9.2010	3 920,00	1,82	1120,60	-0,90	5.11.2010	4 156,00	-0,19	1166,20	-0,63										
30.9.2010	3 928,00	0,20	1131,60	0,98	8.11.2010	4 196,00	0,96	1164,10	-0,18										
1.10.2010	3 939,00	0,28	1126,70	-0,43	9.11.2010	4 237,00	0,98	1172,00	0,68										
4.10.2010	3 942,00	0,08	1128,40	0,15	10.11.2010	4 221,00	-0,38	1157,40	-1,25										
5.10.2010	3 940,00	-0,05	1129,50	0,10	11.11.2010	4 205,00	-0,38	1140,60	-1,45										
6.10.2010	3 935,00	-0,13	1143,10	1,20	12.11.2010	4 206,00	0,02	1155,60	1,32										
7.10.2010	3 922,00	-0,33	1145,70	0,23	15.11.2010	4 230,00	0,57	1147,10	-0,74										
8.10.2010	3 876,00	-1,17	1141,60	-0,36	16.11.2010	4 167,00	-1,49	1143,50	-0,31										
11.10.2010	3 825,00	-1,32	1151,50	0,87	18.11.2010	4 185,00	0,43	1150,90	0,65										
12.10.2010	3 823,00	-0,05	1140,00	-1,00	19.11.2010	4 176,00	-0,22	1147,10	-0,33										
13.10.2010	3 861,00	0,99	1151,90	1,04	22.11.2010	4 206,00	0,72	1141,50	-0,49										
14.10.2010	3 948,00	2,25	1142,30	-0,83	23.11.2010	4 158,00	-1,14	1122,00	-1,71										
15.10.2010	3 913,00	-0,89	1142,10	-0,02	24.11.2010	4 095,00	-1,52	1125,50	0,31										
18.10.2010	3 876,00	-0,95	1133,60	-0,74	25.11.2010	4 081,00	-0,34	1132,20	0,60										
19.10.2010	3 846,00	-0,77	1136,50	0,26	26.11.2010	4 035,00	-1,13	1126,50	-0,50										
20.10.2010	3 876,00	0,78	1131,70	-0,42	29.11.2010	4 109,00	1,83	1119,00	-0,67										
21.10.2010	3 866,00	-0,26	1140,00	0,73	30.11.2010	4 082,00	-0,66	1107,20	-1,05										

$$\beta_i = \frac{cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

B_{KB} = 0,795

Příloha 6 – Výpočet beta koeficientu akcií ERSTE GROUP BANK

Výpočet beta koeficientu akcií ERSTE GROUP BANK									
Akcie ERSTE					Index PX				
	Cena	Změna	Hodnota	Změna		Cena	Změna	Hodnota	Změna
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
1.6.2010	733,0	-3,0	1 154,20	-1,92	26.7.2010	770,7	2,61	1175,30	0,76
2.6.2010	732,1	-0,12	1 159,00	0,42	27.7.2010	798,9	3,66	1189,40	1,20
3.6.2010	748,5	2,24	1 183,00	2,07	28.7.2010	796,0	-0,36	1183,90	-0,46
4.6.2010	672,8	-10,11	1 135,30	-4,03	29.7.2010	811,5	1,95	1191,40	0,63
7.6.2010	662,5	-1,53	1 114,40	-1,84	30.7.2010	766,0	-5,61	1174,60	-1,41
8.6.2010	653,6	-1,34	1 103,10	-1,01	2.8.2010	776,0	1,31	1190,30	1,34
9.6.2010	668,0	2,20	1 107,30	0,38	3.8.2010	767,7	-1,07	1189,70	-0,05
10.6.2010	702,1	5,10	1 132,70	2,29	4.8.2010	772,8	0,66	1205,90	1,36
11.6.2010	715,1	1,85	1 145,50	1,13	5.8.2010	766,3	-0,84	1197,10	-0,73
14.6.2010	727,5	1,73	1 153,30	0,68	6.8.2010	755,5	-1,41	1199,10	0,17
15.6.2010	733,3	0,80	1 157,90	0,40	9.8.2010	748,6	-0,91	1199,50	0,03
16.6.2010	738,6	0,72	1 161,30	0,29	10.8.2010	736,9	-1,56	1192,30	-0,60
17.6.2010	734,3	-0,58	1 158,10	-0,28	11.8.2010	726,4	-1,42	1173,60	-1,57
18.6.2010	739,1	0,65	1 164,90	0,59	12.8.2010	718,0	-1,16	1167,00	-0,56
21.6.2010	751,1	1,62	1 185,40	1,76	13.8.2010	724,8	0,95	1173,50	0,56
22.6.2010	737,6	-1,80	1 172,40	-1,10	16.8.2010	732,5	1,06	1182,00	0,72
23.6.2010	733,9	-0,50	1 150,00	-1,91	17.8.2010	756,1	3,22	1196,70	1,24
24.6.2010	716,3	-2,40	1 137,90	-1,05	18.8.2010	746,7	-1,24	1184,60	-1,01
25.6.2010	712,5	-0,53	1 130,60	-0,64	19.8.2010	748,8	0,28	1188,30	0,31
28.6.2010	706,5	-0,84	1 134,20	0,32	20.8.2010	728,1	-2,76	1173,30	-1,26
29.6.2010	688,6	-2,53	1 113,70	-1,81	23.8.2010	737,0	1,22	1180,10	0,58
30.6.2010	672,5	-2,34	1 103,90	-0,88	24.8.2010	716,5	-2,78	1152,30	-2,36
1.7.2010	687,1	2,17	1 100,10	-0,34	25.8.2010	701,1	-2,15	1142,10	-0,89
2.7.2010	694,1	1,02	1 119,00	1,72	26.8.2010	716,8	2,24	1148,00	0,52
7.7.2010	675,0	-2,75	1 117,50	-0,13	27.8.2010	720,1	0,46	1151,80	0,33
8.7.2010	724,3	7,30	1 140,80	2,09	30.8.2010	721,3	0,17	1154,70	0,25
9.7.2010	725,0	0,10	1 147,80	0,61	31.8.2010	711,5	-1,36	1141,10	-1,18
12.7.2010	727,0	0,28	1 148,70	0,08	1.9.2010	727,7	2,28	1156,50	1,35
13.7.2010	761,0	4,68	1 172,30	2,05	2.9.2010	742,8	2,08	1178,20	1,88
14.7.2010	761,1	0,01	1 174,80	0,21	3.9.2010	741,3	-0,20	1171,10	-0,60
15.7.2010	761,7	0,08	1 174,90	0,01	6.9.2010	737,4	-0,53	1162,00	-0,78
16.7.2010	736,1	-3,36	1 153,10	-1,86	7.9.2010	726,0	-1,55	1145,60	-1,41
19.7.2010	720,6	-2,11	1 147,50	-0,49	8.9.2010	717,3	-1,20	1135,90	-0,85
20.7.2010	716,2	-0,61	1 142,60	-0,43	9.9.2010	726,1	1,23	1142,80	0,61
21.7.2010	737,4	2,96	1 160,30	1,55	10.9.2010	719,9	-0,85	1138,80	-0,35
22.7.2010	747,5	1,37	1 169,80	0,82	13.9.2010	729,9	1,39	1149,40	0,93
23.7.2010	751,1	0,48	1 166,40	-0,29	14.9.2010	720,3	-1,32	1147,40	-0,17

Výpočet beta koeficientu akcií ERSTE GROUP BANK

Akcie ERSTE					Index PX				
Cena		Změna	Hodnota		Cena		Změna	Hodnota	
datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]	datum	[Kč]	[%]	[bod]	[%]
15.9.2010	714,8	-0,76	1142,20	-0,45	22.10.2010	795,0	1,08	1138,10	-0,17
16.9.2010	714,8	0,00	1139,40	-0,25	25.10.2010	803,0	1,01	1158,10	1,76
17.9.2010	706,1	-1,22	1126,90	-1,10	26.10.2010	798,0	-0,62	1154,50	-0,31
20.9.2010	708,5	0,34	1133,40	0,58	27.10.2010	814,0	2,01	1163,90	0,81
21.9.2010	718,9	1,47	1137,60	0,37	29.10.2010	799,6	-1,77	1156,00	-0,68
22.9.2010	716,0	-0,40	1129,20	-0,74	1.11.2010	805,1	0,69	1157,50	0,13
23.9.2010	707,9	-1,13	1129,40	0,02	2.11.2010	808,0	0,36	1160,80	0,29
24.9.2010	724,1	2,29	1135,80	0,57	3.11.2010	813,8	0,72	1168,30	0,65
27.9.2010	715,3	-1,22	1130,80	-0,44	4.11.2010	819,6	0,71	1173,60	0,45
29.9.2010	715,5	0,03	1120,60	-0,90	5.11.2010	822,3	0,33	1166,20	-0,63
30.9.2010	727,1	1,62	1131,60	0,98	8.11.2010	810,5	-1,43	1164,10	-0,18
1.10.2010	720,5	-0,91	1126,70	-0,43	9.11.2010	812,1	0,20	1172,00	0,68
4.10.2010	721,3	0,11	1128,40	0,15	10.11.2010	797,8	-1,76	1157,40	-1,25
5.10.2010	722,7	0,19	1129,50	0,10	11.11.2010	763,4	-4,31	1140,60	-1,45
6.10.2010	743,9	2,93	1143,10	1,20	12.11.2010	790,5	3,55	1155,60	1,32
7.10.2010	759,2	2,06	1145,70	0,23	15.11.2010	793,8	0,42	1147,10	-0,74
8.10.2010	760,1	0,12	1141,60	-0,36	16.11.2010	783,5	-1,30	1143,50	-0,31
11.10.2010	773,2	1,72	1151,50	0,87	18.11.2010	803,3	2,53	1150,90	0,65
12.10.2010	762,5	-1,38	1140,00	-1,00	19.11.2010	808,8	0,68	1147,10	-0,33
13.10.2010	783,2	2,71	1151,90	1,04	22.11.2010	810,0	0,15	1141,50	-0,49
14.10.2010	783,8	0,08	1142,30	-0,83	23.11.2010	774,4	-4,40	1122,00	-1,71
15.10.2010	781,8	-0,26	1142,10	-0,02	24.11.2010	776,5	0,27	1125,50	0,31
18.10.2010	774,5	-0,93	1133,60	-0,74	25.11.2010	774,5	-0,26	1132,20	0,60
19.10.2010	780,3	0,75	1136,50	0,26	26.11.2010	771,5	-0,39	1126,50	-0,50
20.10.2010	777,2	-0,40	1131,70	-0,42	29.11.2010	763,8	-1,00	1119,00	-0,67
21.10.2010	786,5	1,20	1140,00	0,73	30.11.2010	750,6	-1,73	1107,20	-1,05

$$\beta_i = \frac{cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

$$B_{ERSTE} = 1,34$$